SR Research Report
2015/9/24

ケネディクス（4321）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

直近更新内容 4
概略 4
業績動向 7
事業内容 20
ビジネス概要 20
収益構造 22
主要事業 24
収益性分析 28
受託資産残高（AUM） 29
グループ 35
SW（Strengths, Weaknesses）分析 36
市場とバリューチェーン 37
経営戦略 41
過去の業績 43
損益計算書 52
貸借対照表分析 56
キャッシュフロー計算書 60
その他情報 62
用語集 62
沿革 64
ニュース＆トピックス 65
大株主 75
株主還元 75
トップ経営者 75
企業概要 77

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書	07年12月期	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期
（百万円）	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	会社予想
営業収益	**138,025**	**137,431**	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**	**26,212**	**23,100**
前年比	410.4%	-0.4%	-43.4%	-50.4%	-49.5%	7.5%	7.2%	16.7%	-11.9%
営業総利益	**36,549**	**22,413**	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**	**13,519**	**15,200**
前年比	63.3%	-38.7%	-39.7%	-15.6%	-7.0%	-11.4%	17.8%	22.0%	12.4%
営業総利益率	26.5%	16.3%	17.4%	29.6%	54.4%	44.9%	49.3%	51.6%	65.8%
営業利益	**30,863**	**16,267**	**8,433**	**7,331**	**6,931**	**5,837**	**6,914**	**8,147**	**8,500**
前年比	65.6%	-47.3%	-48.2%	-13.1%	-5.5%	-15.8%	18.5%	17.8%	4.3%
営業利益率	22.4%	11.8%	10.8%	19.0%	35.6%	27.9%	30.8%	31.1%	36.8%
経常利益	**26,120**	**5,316**	**225**	**2,202**	**2,464**	**2,328**	**4,878**	**6,406**	**7,500**
前年比	58.7%	-79.6%	-95.8%	878.7%	11.9%	-5.5%	109.5%	31.3%	17.1%
経常利益率	18.9%	3.9%	0.3%	5.7%	12.6%	11.1%	21.7%	24.4%	32.5%
当期純利益	**14,662**	**-10,850**	**-18,438**	**-2,542**	**1,313**	**-10,128**	**1,985**	**4,844**	**8,000**
前年比	63%	-	-	-	-	-	-	144.0%	65.2%
純利益率	10.6%	-7.9%	-23.7%	-6.6%	6.7%	-48.3%	8.8%	18.5%	34.6%
一株当たりデータ（円、株式分割調整後）									
期末発行済株式数（千株）	635	637	1,212	2,291	2,291	2,291	265,658	265,658	
EPS	248.3	-170.6	-239.7	-15.6	5.7	-44.2	8.3	18.2	30.1
EPS （潜在株式調整後）	223.8	-	-	-	-	-	-	18.2	
DPS	23.5	-	-	-	-	-	-	3.0	4.0
BPS	958.7	734.4	385.8	262.2	265.9	221.8	268.3	290.6	
貸借対照表（百万円）									
現金・預金	39,369	11,872	18,291	10,913	7,706	13,813	25,795	28,546	
流動資産合計	**307,766**	**245,041**	**98,536**	**62,712**	**30,161**	**28,536**	**49,763**	**50,588**	
有形固定資産	203	184	98,143	118,830	137,707	80,937	78,586	119,071	
投資その他の資産計	29,566	26,412	21,647	24,626	22,391	16,625	16,710	29,775	
無形固定資産	973	1,510	275	59	165	170	3,338	3,832	
資産合計	**338,509**	**273,149**	**218,603**	**206,228**	**190,426**	**126,270**	**148,398**	**203,268**	
営業未収金	477	554	436	348	492	134	594	625	
短期有利子負債	87,467	89,387	83,954	30,543	38,910	18,763	10,771	13,365	
流動負債合計	**106,397**	**101,582**	**91,488**	**36,508**	**41,665**	**20,855**	**13,253**	**18,267**	
長期有利子負債	150,801	113,417	69,082	93,081	70,856	44,857	55,252	93,247	
固定負債合計	**151,623**	**114,009**	**72,588**	**98,571**	**77,324**	**49,343**	**60,803**	**99,649**	
負債合計	**258,020**	**215,591**	**164,077**	**135,080**	**118,990**	**70,199**	**74,056**	**117,916**	
純資産合計	**80,488**	**57,558**	**54,525**	**71,147**	**71,435**	**56,071**	**74,341**	**85,351**	
有利子負債（短期及び長期）	238,268	202,804	153,036	123,624	109,766	63,620	66,023	106,615	
キャッシュフロー計算書 （百万円）									
営業活動によるキャッシュフロー	-48,778	-56,864	54,553	23,737	6,181	10,545	-2,787	9,379	
投資活動によるキャッシュフロー	-35,962	-9,438	-10,980	-15,333	5,674	31,276	8,947	-50,797	
財務活動によるキャッシュフロー	91,886	44,094	-37,809	-17,481	-14,461	-37,108	9,036	44,320	
財務指標									
総資産経常利益率（ROA）	10.5%	1.7%	0.1%	1.0%	1.2%	1.5%	3.6%	3.6%	
自己資本利益率（ROE）	29.9%	-20.2%	-39.4%	-4.8%	2.2%	-18.1%	3.3%	6.5%	
自己資本比率	18.0%	17.1%	21.4%	29.1%	32.0%	40.3%	48.1%	38.0%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

2015 年 9 月 24 日、ケネディクス株式会社は、固定資産の譲渡と特別損失の計上に関して発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社は、連結子会社が保有する KSS 五反田ビルについて、2015 年 9 月 24 日付で譲渡を決定した。

譲渡資産の内容
資産の内容及び所在地：KSS 五反田ビル（東京都品川区）
譲渡価格：1,030 百万円（税抜）
帳簿価格：2,514 百万円（2015 年 9 月 30 日現在）
譲渡損益：-1,700 百万円
現況：オフィスビル

譲渡損益は諸費用（約 200 百万円）差引後の譲渡損益見込み額である。なお、当該見込み額は概算値であり、今後変動する可能性がある。

同社では、2015 年 12 月期通期会社予想の特別損失として 2,800 百万円を見込んでいる。当該特別損失の主な要因は、含み損のある連結固定資産の売却計画によるものであり、当該オフィスビルの譲渡はその計画に基づき実行するものである。なお、当該オフィスビルの譲渡により、2015 年 12 月期通期会社予想に変更はない。

2015 年 9 月 9 日、同社への取材を踏まえ、本レポートを更新した。

2015 年 8 月 28 日、同社は、環境不動産普及促進機構（以下、Re-Seed 機構）との開発型ファンドの組成に関して発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社は、不動産関連投資の一環として、同社連結子会社を通じて東京都港区六本木における再開発プロジェクト（以下、当該プロジェクト）に取組んできた。 今般、当該プロジェクトは、同社と Re-Seed 機構からの共同出資、及び複数金融機関からの開発型ローンの実行を新たに受け、開発型ファンドとして都市型ホテルの開発・運用を行うこととなった。 本件は、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

耐震・環境性能を有する良質な不動産の形成促進を行う Re-Seed 機構との共同案件であり、高い環境性能を有する良質な不動産への建替えを行う都市再生型開発案件である。また、当該プロジェクトにおける開発・運用業務の委託を受ける同社は、不動産特定共同事業者としての許可を取得しており、本件は不動産特定共同事業の特例事業のスキームによる開発案件としても先進的な取組みである。開発後のホテルについては、快眠をコンセプトにした宿泊主体型ホテル「レム」ブランドにて株式会社阪急阪神ホテルズが出店を計画している。

なお、2015 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

開発後の概要
事業名称：六本木 7 丁目計画（仮称）
用途：ホテル・店舗（予定）
構造：S/SRC 造地上 21 階地下 1 階（予定）
好機：2015 年 8 月着工・2017 年 3 月竣工（予定）

2015 年 8 月 7 日、同社は 2015 年 12 月期第 2 四半期決算、および通期業績予想の上方修正を発表した。
（決算短信へのリンクはこちら、業績予想修正はこちら、詳細は 2015 年 12 月期第 2 四半期決算項目を参照）

2015 年 12 月期通期業績予想修正
- 売上高：23,100百万円（前回予想21,600百万円）
- 営業利益：8,500百万円（同7,500百万円）
- 経常利益：7,500百万円（同6,700百万円）
- 当期純利益：8,000百万円（同6,000百万円）

修正の理由
アセットマネジメント事業における収益拡大及び不動産市場の好況等を反映した特別利益の増加（当初計画 35 億円から 52 億円へ増額見込み）等を主因とする。

2015 年 7 月 22 日、同社は、ケネディクス・エンジニアリング株式会社（以下、「KDE」）設立に関して発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社の 100%子会社であるケネディクス･プロパティ･マネジメント株式会社（以下､「KPM」）は、主力事業である PM 事業に加え工事事業の強化を図ることで、KPM の事業拡大を目指すとともに、同社グループが保有・受託する資産の価値を高めることを目的として、KDE を設

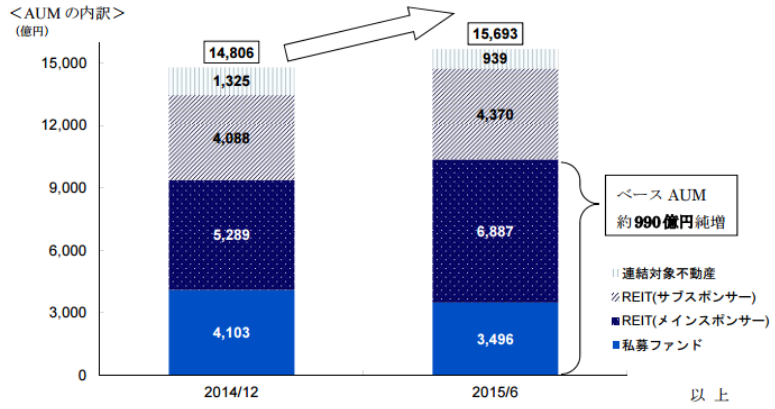
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

立した。なお、2015 年 12 月期連結決算における影響は軽微であり、2015 年 2 月 10 日付公表の 2015 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

会社概要
名称：ケネディクス・エンジニアリング株式会社
資本金：50 百万円（KPM100%出資）
業務内容：建築工事一式、防水工事、内装仕上げ工事、管工事、電気工事等
営業開始時期：2015 年 8 月（予定）

2015 年 7 月 14 日、同社は、2015 年 6 月末時点の受託資産残高（AUM）を発表した。（リリース文へのリンクはこちら）

2015 年 12 月期第 2 四半期末（2015 年 6 月末）の同社グループ AUM は、前年同期比 886 億円純増の 1 兆 5,693 億円となった。また、ベース AUM は、同約 990 億円純増の 1 兆 383 億円となった。



出所：同社資料

3 ヵ月以上経過した会社発表はニュース＆トピックスへ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

四半期業績動向

四半期業績推移（累計）	14年12月期				15年12月期				15年12月期	
（百万円）	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	（進捗率）	通期会予
営業収益	5,141	14,488	19,741	26,212	8,307	13,279			57.5%	23,100
前年比	10.7%	79.1%	63.4%	16.7%	61.6%	-8.3%				-11.9%
営業総利益	3,315	7,044	9,739	13,519	5,565	8,505			56.0%	15,200
前年比	21.3%	37.4%	26.4%	22.0%	67.9%	20.7%				12.4%
営業総利益率	64.5%	48.6%	49.3%	51.6%	67.0%	64.0%				65.8%
販管費	1,075	2,278	3,457	5,371	1,345	2,675			39.9%	6,700
前年比	20.9%	28.7%	26.6%	29.0%	25.1%	17.4%				24.7%
営業収益販管費比率	20.9%	15.7%	17.5%	20.5%	16.2%	20.1%				29.0%
営業利益	2,240	4,765	6,281	8,147	4,219	5,829			68.6%	8,500
前年比	21.5%	42.0%	26.3%	17.8%	88.3%	22.3%				4.3%
営業利益率	43.6%	32.9%	31.8%	31.1%	50.8%	43.9%				36.8%
経常利益	1,989	3,871	5,262	6,406	3,824	5,274			70.3%	7,500
前年比	42.3%	47.0%	53.6%	31.3%	92.3%	36.2%				17.1%
経常利益率	38.7%	26.7%	26.7%	24.4%	46.0%	39.7%				32.5%
四半期純利益	3,310	4,904	5,945	4,844	6,304	7,934			99.2%	8,000
前年比	188.3%	134.3%	161.5%	144.0%	90.5%	61.8%				65.2%
純利益率	64.4%	33.8%	30.1%	18.5%	75.9%	59.7%				34.6%

四半期業績推移	14年12月期				15年12月期			
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
営業収益	5,141	9,347	5,253	6,471	8,307	4,972		
前年比	10.7%	171.4%	31.6%	-37.6%	61.6%	-46.8%		
営業総利益	3,315	3,729	2,695	3,780	5,565	2,940		
前年比	21.3%	55.8%	4.5%	12.1%	67.9%	-21.2%		
営業総利益率	64.5%	39.9%	51.3%	58.4%	67.0%	59.1%		
販管費	1,075	1,203	1,179	1,914	1,345	1,330		
前年比	20.9%	36.5%	22.7%	33.8%	25.1%	10.6%		
営業収益販管費比率	20.9%	12.9%	22.4%	29.6%	16.2%	26.7%		
営業利益	2,240	2,525	1,516	1,866	4,219	1,610		
前年比	21.5%	66.9%	-6.4%	-3.8%	88.3%	-36.2%		
営業利益率	43.6%	27.0%	28.9%	28.8%	50.8%	32.4%		
経常利益	1,989	1,882	1,391	1,144	3,824	1,450		
前年比	42.3%	52.4%	75.4%	-21.2%	92.3%	-23.0%		
経常利益率	38.7%	20.1%	26.5%	17.7%	46.0%	29.2%		
四半期純利益	3,310	1,594	1,041	-1,101	6,304	1,630		
前年比	188.3%	68.7%	478.3%	-	90.5%	2.3%		
純利益率	64.4%	17.1%	19.8%	-	75.9%	32.8%		

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

**会社予想は直近の値。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

セグメント業績

営業収益の内訳	14年12月期		15年12月期	
（百万円）	Q2	通期実績	Q2	通期会予
営業総利益	**14,488**	**26,212**	**13,279**	**23,100**
アセットマネジメント事業	**3,296**	**6,195**	**4,710**	**8,800**
アクイジションフィー	502	1,140	1,944	2,700
アセットマネジメントフィー	1,526	3,110	1,769	3,800
インセンティブフィー	718	718	321	1,000
ディスポジションフィー	389	665	574	1,000
その他	159	561	100	300
不動産賃貸事業	**2,044**	**4,506**	**2,598**	**5,200**
プロパティマネジメントフィー	565	1,451	767	1,600
マスターリース損益等	1,479	3,055	1,830	3,600
不動産投資事業	**9,146**	**15,510**	**5,970**	**9,100**
賃貸事業損益	3,960	8,915	3,824	5,600
不動産売却損益	4,504	4,921	912	900
匿名組合分配損益等	593	1,470	1,012	1,300
その他	88	203	220	1,300

出所：会社データよりSR社作成

営業総利益の内訳	14年12月期		15年12月期	
（百万円）	Q2	通期実績	Q2	通期会予
営業総利益	**7,043**	**13,519**	**8,505**	**15,200**
アセットマネジメント事業	**3,096**	**5,825**	**4,513**	**8,500**
アクイジションフィー	493	1,093	1,927	2,700
アセットマネジメントフィー	1,392	2,864	1,681	3,600
インセンティブフィー	686	686	321	1,000
ディスポジションフィー	383	638	511	900
その他	141	542	70	300
不動産賃貸事業	**438**	**880**	**565**	**1,000**
プロパティマネジメントフィー	262	539	403	800
マスターリース損益等	176	340	161	200
不動産投資事業	**3,508**	**6,812**	**3,426**	**5,700**
賃貸事業損益	1,898	4,335	1,302	2,200
不動産売却損益	1,060	1,232	912	900
匿名組合分配損益等	532	1,219	994	2,000
その他	16	25	216	600

出所：会社データよりSR社作成

受託資産 AUM の推移

受託資産残高（AUM）四半期推移	14年12月期				15年12月期			
（10億円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
受託資産合計	1,271.0	1,252.7	1,477.3	1,480.6	1,566.4	1,569.3		
ベースAUM	920.9	920.4	921.4	939.2	1,011.4	1,038.3		
私募ファンド	458.5	440.4	409.1	410.3	348.1	349.6		
REIT（メインスポンサー）	462.4	480.0	512.3	528.9	663.3	688.7		
ケネディクス・プライベート投資法人	28.0	28.0	28.0	28.0	48.9	65.9		
ケネディクス・オフィス投資法人	334.1	351.7	369.9	378.8	387.8	385.0		
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	100.3	100.3	114.4	122.1	145.7	145.8		
ケネディクス・商業リート投資法人	-	-	-	-	80.8	91.8		
ジャパン・シニアリビング投資法人	-	-	-	-	-	-		
REIT（サブスポンサー）	198.9	198.9	402.7	408.8	438.8	437.0		
日本ロジスティクスファンド投資法人	198.9	198.9	186.4	194.9	203.0	203.8		
プレミア投資法人	-	-	216.3	235.8	235.8	233.2		
連結対象不動産	150.9	133.2	153.0	132.5	116.0	93.9		

出所：同社資料等をもとにSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 12 月期第 2 四半期実績

中期経営計画に基づき、住宅や商業施設、ヘルスケア施設への新規投資を進めるとともに、これらの物件のアセットマネジメント業務を受託すること等により、受託資産を拡充した。また、2014 年 12 月期決算において、7 年ぶりに配当を再開した。

受託資産

2015 年 2 月に商業施設特化型 REIT であるケネディクス商業リート投資法人が上場したことにより、同社子会社であるケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用する REIT は、オフィス、住宅、私募に続く 4 つ目を数えることとなった。住宅 REIT と私募 REIT においても、当該連結会計期間に物件取得を伴う増資を実行し、投資家に対して、投資機会の提供を行った。

この他、同社が 60%出資を行っているジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社が運用を行うヘルスケア施設特化型 REIT であるジャパン・シニアリビング投資法人が、7 月 29 日に東京証券取引所に上場を果たした。受託資産の拡充とともに多様化を図ることで、安定したフィービジネスの収益基盤を強化した。

当第 2 四半期末における受託資産（AUM）の総額は 1 兆 5,693 億円（前期末比 886 億円増、6.0%増）となった。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 3,496 億円（同 607 億円減、14.8%減）、REIT（メインスポンサー）が 6,887 億円（同 1,598 億円増、30.2%増）、ベース AUM が 1 兆 383 億円（同 991 億円増、10.6%増）となった。

不動産市況の好転により、第 1 四半期に私募ファンドの解約、売却が増加したが、第 2 四半期には私募ファンドの受託資産（AUM）減少は下げ止まった。REIT（メインスポンサー）は、既存 REIT において、2014 年から 2015 年の増資で得た調達資金による物件の取得が進んだこと、2015 年 2 月に商業施設特化型 REIT であるケネディクス商業リート投資法人が受託資産 808 億円で運用を開始したことから、受託資産（AUM）が増加した。

同社によれば、私募ファンド（中でもオポチュニスティックファンド）の受託資産（AUM）は、直近のマーケットサイクルにおいて不動産市場の低迷時に拡大し、好況時には投資回収が進み、減少する傾向にある。そのため、同社の私募ファンドの受託資産は 2012 年 12 月期をピークに減少傾向にあった。しかし、当第 2 四半期において、私募ファンドから REIT への物件売却、私募ファンドの受託資産減少が一段落したという。

私募ファンドは 2014 年 12 月期まではオポチュニスティック投資が多かったが、2014 年後半以降、同社は REIT-able Fund（同社グループの上場 J-REIT が投資可能な不動産等が主な投資対象）、海外富裕層向け私募ファンド、コアファンド（インカムゲインを重視した長期安定運用を行う運用スタイル）などを設定し、様々な不動産投資需要に応じ、国内外の投資

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

家向けにファンドを組成・共同投資を実行している。

第 2 四半期に受託資産減少が一段落し、今後はコアファンドなどの増加によって、2013 年 12 月期以降の REIT の受託資産増加、私募ファンドの受託資産減少という局面から、REIT の受託資産も私募ファンドの受託資産も増加するという局面に移ってきたと同社はみている。

新規不動産投資

第 2 四半期累計期間において、REIT 向けブリッジファンド投資、ローン/CMBS 等、ブリッジ（コア）など約 290 億円の自己資金（エクイティ）による不動産関連投資を行った。LTV（loan to value）は 72.4%であった。

不動産関連投資の内訳

第 2 四半期累計期間における不動産関連投資額は約 290 億円（2014 年 12 月期は約 295 億円）であった。投資対象の構成比率は、オフィス 25%（2014 年 12 月期は 52%）、商業施設 8%（同 21%）、賃貸住宅 48%（同 12%）、ホテル 3%（同 8%）、ヘルスケア 15%（同 4%）であった。投資タイプの内訳は、ブリッジ（REIT）32%（同 76%）、オポチュニスティック投資 3%（17%）、ローン/CMBS 等 43%（4%）、ブリッジ（コア）21%（同 3%）であった。また、想定投資期間は 1 年以下が中心で、加重平均投資期間は 0.9 年（同 1.7 年）であった。2014 年の投資と比較して、投資タイプでは、ブリッジ（コア）の構成比が上昇し、オポチュニスティック投資の構成比率が低下した。

不動産関連投資のリターン

第 2 四半期終了時点において、既出資案件をベースに算出した今期の投資残高の平残（月末投資元本残高の平均）は約 30,000 百万円、年換算リターン（12 カ月の分配損益÷同期間の投資平均残高）は約 30%を見込んでいるとしている。

セグメント情報

収益面では、営業収益は 13,279 百万円（前年同期比 8.3%減）、営業利益は 5,829 百万円（同 22.3%増）となった。

アセットマネジメント事業

営業収益 5,257 百万円（前年同期比 31.3%増）、営業利益 3,913 百万円（同 37.5%増）

アセットマネジメントフィーが安定して推移したほか、資産の取得時において受領するアクイジションフィーが既存リート及びケネディクス商業リート投資法人の物件取得に伴い増加した。

不動産管理事業

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

営業収益 785 百万円（前年同期比 38.9%増）、営業利益 166 百万円（同 62.3%増）

前期に設立したケネディクス・プロパティ・マネジメントの収益が寄与したものの、経費等の増加もあり、増収増益となった。

不動産運営事業
営業収益 1,830 百万円（前年同期比 9.4%増）、営業損失 108 百万円（前年同期は 200 百万円の営業利益）

運営物件の増加によりマスターリース賃料収入は伸長したものの、一部の物件で想定稼働率に届かないものがあったことから、増収減益となった。

不動産投資事業
営業収益 6,026 百万円（前年同期比 34.5%減）、営業利益 2,674 百万円（同 5.2%減）

顧客投資家との共同投資から生じた匿名組合分配益が増加したものの、前年同期に生じた 4,504 百万円の不動産売却収入が物件の売却に伴い剥落したことから減収減益となった。

経常利益及び当期純利益

経常利益 5,274 百万円（前年同期比 36.2%増）、税金等調整前四半期純利益は固定資産売却益 4,282 百万円などの特別損益により、9,579 百万円（同 66.7%増）となった。四半期純利益は 7,934 百万円（同 61.8%増）となった。

貸借対照表等

連結対象不動産
第 2 四半期累計期間にリート向けブリッジを中心に連結対象不動産を約 94,800 百万円売却した。一方、新規の連結対象不動産取得は約 59,200 百万円となった。

その結果、第 2 四半期の棚卸資産は 2014 年 12 月期末と比較し 10,985 百万円減少し、1,129 百万円になった。固定資産は 25,108 百万円減少し、96,477 百万円となった。

有利子負債
財務面については、ファンドの新規組成と物件売却をバランス良く進めたことにより、2014 年 12 月期末と比較し、連結ベースの有利子負債が 21,157 百万円減少し、有利子負債の総資産に対する比率も 52.5%から 46.6%に低下した。

有利子負債の内訳として、コーポレートローンは同 6,731 百万円増加し 30,458 百万円、ノンリコースローンは同 27,889 百万円減少し 54,999 百万円となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

第 1 四半期に既存コーポレートローン 10,900 百万円の返済資金及びアセットマネジメント事業の運転資金等を資金使途として、12 の銀行から借入期間 3～7 年（平均 4.5 年）のコーポレートローン 20,000 百万円の借入れを行った。同社によれば、コーポレートローンは 30,000 百万円程度の水準で推移する見込みで、有利子負債はノンリコースローンが中心になるという。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績へ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 12 月期会社予想

（百万円）	14年12月期 通期実績	15年12月期 通期会予
営業収益	**26,212**	**23,100**
前年比	16.7%	-11.9%
営業原価	12,693	7,900
営業総利益	**13,519**	**15,200**
前年比	22.0%	12.4%
営業総利益率	51.6%	65.8%
販売費及び一般管理費	5,372	6,700
営業収益販売管理費率	20.5%	29.0%
営業利益	**8,147**	**8,500**
前年比	17.8%	4.3%
営業利益率	31.1%	36.8%
経常利益	**6,406**	**7,500**
前年比	31.3%	17.1%
経常利益率	24.4%	32.5%
当期純利益	**4,844**	**8,000**
前年比	144.0%	65.2%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

セグメント別営業総利益（百万円）	14年12月期 通期実績	15年12月期 通期会予
営業総利益	**13,519**	**15,200**
アセットマネジメント事業	**5,825**	**8,500**
アクイジションフィー	1,093	2,700
アセットマネジメントフィー	2,864	3,600
インセンティブフィー	686	1,000
ディスポジションフィー	638	900
その他	542	300
不動産関連事業	**880**	**1,000**
プロパティマネジメントフィ	539	800
マスターリース損益等	340	200
不動産投資事業	**6,812**	**5,700**
賃貸事業損益	4,335	2,200
不動産売却損益	1,232	900
匿名組合分配損益等	1,219	2,000
その他	25	600

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015 年 12 月期会社予想の前提は以下の通りである。

営業収益 23,100 百万円（前期比 11.9%減）、営業総利益 15,200 百万円（同 12.4%増）、営業利益 8,500 百万円（同 4.3%増）、経常利益 7,500 百万円（同 17.1%増）、当期純利益 8,000 百万円（同 65.2%増）を見込む。

なお、同社は 2015 年 8 月 7 日の第 2 四半期決算発表時に通期業績予想を修正した。修正後

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

の通期業績予想は、期初の業績予想に対して、営業収益 1,500 百万円、営業総利益 1700 百万円、営業利益 1000 百万円、経常利益 800 百万円、当期純利益 2,000 百万円が増額修正された。

業績予想の修正理由は、アセットマネジメント事業における収益拡大に加え、不動産市場の好況等を反映した特別利益の増加（期初業績予想 3,500 百万円から修正後業績予想 5,200 百万円へ増額見込み）等を主因とする。

営業総利益

営業総利益は 15,200 百万円（前期比 12.4%増）を見込む。セグメント別の営業総利益の予想は以下の通りである。

なお、2015 年 12 月期から、旧セグメントの不動産投資事業と一部を除く不動産賃貸事業をあわせて不動産投資事業とし、プロパティ・マネジメント等の不動産管理事業（旧セグメントのアセットマネジメント事業の一部）及び、マスターリース等の不動産運営事業（不動産賃貸事業の一部）をあわせて不動産関連事業としている。

アセットマネジメント事業

営業総利益 8,500 百万円（前期比 45.9%増）を見込む。

受託資産残高（AUM）に関して、同社は中計期間最終年度の 2017 年 12 月期における前提を、受託資産全体で 2.0 兆円（2014 年 12 月期は 14,806 億円）、REIT（メインスポンサー）で 1.0～1.1 兆円（同 5,289 億円）、ベース AUM（REIT（メインスポンサー）及び私募ファンドの受託資産の合計額）で 1.5 兆円（同 9,392 億円）としている。中計期間中の各期の受託資産については前提を公表していないが、同社は安定的な受託資産（AUM）の拡大を想定していると SR は考える。

具体的には、ケネディクス・商業リート投資法人、ジャパン・シニアリビング投資法人の立上げ、ケネディクス・レジデンシャル投資法人の新規投資口発行、ケネディクス・プライベート投資法人において物件取得を伴う増資を実行することなどによって、ベース AUM の増加が図られる。

参考として、アセットマネジメント事業の営業総利益は、概ね受託資産のベース AUM（同社がメインスポンサーである REIT 及び私募ファンドの受託資産の合計額）に対して 0.60%程度であるとしている。

- アクイジションフィー：営業総利益2,700百万円（前期比147.0%増）を見込む。受託資産の拡大により、ケネディクス商業リート投資法人、ジャパン・シニアリビング投資法

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

人の立上げの他、既存リートの物件取得に伴うアクイジションフィーが計上されることにより、前期比で大幅な増益を見込む。

- アセットマネジメントフィー：営業総利益3,600百万円（前期比25.7%増）を見込む。受託資産の拡大により、増加する見込みである。
- インセンティブフィー：営業総利益1,000百万円（前期比45.8%増）を見込む。同報酬は主に私募ファンドから収受している成功報酬である。不動産市況が好調であることから、安定的に推移すると予想している。

不動産関連事業

営業総利益 1,000 百万円（前期比 13.6%増）を見込む。

受託資産の増加に伴い、プロパティマネジメントフィーが 800 百万円（前期比 48.4%増）に増加する見込みである。

不動産投資事業

営業総利益 5,700 百万円（前期比 16.3%減）を見込む。

賃貸事業損益が 2,200 百万円（前期比 49.3%減）となる見込みである。前期の前半に不動産投資を進めた結果、前期は賃貸事業損益が増加した。今期はレガシィアセットの売却に加え、ケネディクス商業リート投資法人等に対する資産売却により同損益は減益となる見込みである。

匿名組合分配損益は 2,200 百万円（前期比 64.1%増）を見込む。2015 年 12 月期の新規投資に対する収益は、分散投資の結果、不動産売却損益より、匿名組合分配損益として認識されると想定していることが理由である。

なお、同社は不動産関連投資に対して、平均 10%程度の想定リターンを目標としているが、賃貸事業損益、匿名組合分配損益、不動産売却損益、固定資産売却損益のいずれで収益を認識するかに関しては定めていない。同事業の計画に対する進捗は、不動産投資事業の営業総利益に加え、固定資産売却益を含めて判断する必要があると SR 社は認識している。

2015 年 12 月期の新規投資の概要

2015 年 12 月期は投資の積み上げから、リサイクル投資の段階に移行し、不動産市況動向を踏まえて投資エクスポージャーを増やすのではなく、既存投資からの出口回収の範囲内で再投資を行い、顧客投資家との共同投資を推進する方針である。

前期末のエクイティ投資エクスポージャー総額は約 73,600 百万円（レガシィアセットを含む）、不動産関連投資約 61,000 百万円、REIT 関連および事業関連投資約 12,600 百万円、投資余力約 7,000 百万円であった。今期は、前期末の投資余力、前期末不動産関連等の回収、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

今期期中の投資回収を含め、新規投資枠（期中の投資回収も含めた累計投資金額）を 45,000 百万円、うち不動産関連投資を 39,000 百万円とする。今期末では、エクイティ投資エクスポージャー総額約 70,600 百万円、不動産関連投資約 53,000 百万円、REIT 関連および事業関連投資約 17,600 百万円、投資余力約 10,000 百万円を想定している。なお、新規投資枠 45,000 百万円を超える投資を行う場合には、保有資産をさらに売却し、出口回収の範囲内で投資を行う方針としている。

新規投資枠 45,000 百万円の内訳として、不動産関連投資に 39,000 百万円を振り向ける予定である。投資の内容としては、REIT 向けブリッジファンドに多くの資金を振り向けたいとしている。また、不動産コアファンド投資に取組むとともに、商業・ヘルスケア施設を中心に、ファンドの成長につなげていくという発想で不動産開発投資を行う。価格に過熱感があると判断される投資対象に対して、ミドルリスク・ミドルリターンを狙い不動産メザニンローンでの投資も行う。さらに、投資機会があると判断した場合には、不動産オポチュニスティック投資も狙いたいとしている。

不動産関連投資のリターンに関して、同社は投資額の 10.0%の収益獲得を目標としている。これに対し、第 2 四半期終了時点において、既出資案件をベースに算出した今期の投資残高の平残（月末投資元本残高の平均）は約 30,000 百万円、年換算リターン（12 カ月の分配損益÷同期間の投資平均残高）は約 30%を見込んでいるとしている。しかし、今後、同社は短期的な投資回収を見込みにくい開発等の投資案件を増やす方針であり、不動産関連投資のリターンは、2016 年 12 月期以降、今期と比較して少しずつ低下すると見込んでいる。

新規投資枠のうち、不動産関連投資以外の 6,000 百万円は、私募リート、ヘルスケアリート、商業リートを含めた REIT 投資口等への投資の他、不動産関連サービスの業容拡大のための戦略投資、海外不動産への少額投資にも振り向ける予定である。

営業利益、経常利益、当期純利益

営業利益は 8,500 百万円（前期比 4.3%増）を見込む。営業総利益の増加分の大部分が販売費及び一般管理費の増加で相殺される予定である。

経常利益は 7,500 百万円（同 17.1%増）を見込む。支払利息の減少により営業外収支が改善する見通しとしている。

当期純利益は 8,000 百万円（前期比 65.2%増）の見通しである。エクイティ投資の回収に伴い、2012 年 12 月期以降に取得した不動産投資からの回収益として特別利益 5,200 百万円の計上を見込む。一方、過去に取得した収益性の低い資産（レガシィアセット）の売却も進めることから、レガシィアセットの売却損として特別損失 2,800 百万円を計上予定である。なお、同社は、前期に連結納税に移行している。単体の欠損金により実効税率は 15%程度とな

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

る見込みである。

同社が重視しているベース利益（アセットマネジメント事業および不動産関連事業の営業総利益合計から販売費及び一般管理費を控除した額）は、3,300 百万円（前期比 152.5%増）を見込む。

配当

2015 年 12 月期においては、1 株あたり 4.0 円の配当を予定している。配当に関しては、ベース利益を中心に安定的配当を目指す方針である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

中長期展望

2015 年 2 月、同社は、10 年先を見据えた長期的な経営の方向性としての長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」及び、2015 年 12 月期～2017 年 12 月期の中期経営計画「Partners in Growth 2017」を発表した。

長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」

長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」では、10 年後のイメージとして、受託資産残高（AUM）4 兆円、グループ時価総額 2 兆円（同社がメインスポンサーとなる REIT の時価総額を含む、2015 年 2 月時点で約 6,100 億円）、ROE15%を掲げた。

中期経営計画「Partners in Growth 2017」

中期経営計画「Partners in Growth 2017」では、基本方針として、アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長、共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求を掲げ、2017 年 12 月期のベース利益 40 億円（参考：2014 年 12 月期実績は 13 億円）、3 年平均 ROE8.0%（参考：2014 年 12 月期実績は 6.5%）を定量計画（連結）としている。なお、ROE8.0%はベース利益を積み上げ、リサイクル投資を実施した結果として 8％が到達されると考えているという。

> *ベース利益は、アセットマネジメント事業及び不動産関連事業の営業総利益の合計から販売費及び一般管理費を控除したもの。
> *3 年平均 ROE は、当期純利益を自己資本（期初・期末平均）で除した各年度 ROE の平均

アセットマネジメントを中心とする安定収益の成長
以下の施策により、アセットマネジメント事業を中心に収益基盤強化を図る方針である。

- 多様な受託資産残高（AUM）の成長
- ヘルスケア分野やインフラ分野等の新たな対象資産への取組み
- ノンアセットの不動産関連サービス拡大と受託資産の価値向上に繋がるサービスの提供
- 投資家の開拓や海外不動産投資等、海外展開の推進
- 運用力とサービスの質向上の基本となる事務管理体制の強化

受託資産の前提は、全体で 2.0 兆円、同社がメインスポンサーである REIT（メインスポンサー）で 1.0～1.1 兆円（2014 年 12 月期 5,289 億円、平均年率 23.7～27.6%増）、ベース AUM（REIT（メインスポンサー）と私募ファンドの受託資産の合計額）で 1.5 兆円（2014 年 12 月期 9,392 億円、平均年率 16.9%増）としている。既存の REIT への成長サポートに加え、商業リート、ヘルスケア REIT、インフラ分野など多様なアセットクラスの REIT ラインナップを増やすことで受託資産（AUM）の成長を図る。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

なお、同社における REIT の受託資産（AUM）の年平均成長率は、リーマン・ショック以降の 2007 年 12 月期～2014 年 12 月期の 15.1%であった。リーマン・ショック以降の不動産市況低迷期の 2007 年 12 月期～2011 年 12 月期の年平均成長率が 9.6%、その後の不動産市況回復期の 2012 年 12 月期～2014 年 12 月期の年平均成長率は 24.6%であった。

また、不動産関連サービスでは、商業リートのプロパティ・マネジメントを開始するなど、同社のファンドのパフォーマンス向上に繋がるビジネスを拡大したいとしている。

共同投資を中心とする不動産投資事業の推進

不動産投資事業では、以下の施策により、既存案件からの回収と新規投資のバランスを保ち、投資リターン確保と事業の成長促進を意識した投資ポートフォリオの運用を行う。

- 顧客投資家との共同投資の推進：同社は、自分の自己資金（エクイティ）を不動産に投資してキャピタルゲインを得ることが生業ではないと考え、顧客投資家との共同投資を中心にエクイティ投資を進めていく方針である。2015年12月期には投資の積み上げから、リサイクル投資の段階に移行し、不動産市況動向を踏まえて投資エクスポージャーを増やすのではなく、既存投資からの出口回収の範囲内で再投資を行い、顧客投資家との共同投資を推進する方針である。
- 同社ビジネスの成長に資する投資の推進：商業REIT、ヘルスケアREITへのパイプラインとして、市場が持続的に拡大していくと考えられる分野（商業施設及びヘルスケア施設）には自己資金を投下して開発に取り組む方針である。
- 投資ポートフォリオのモニタリングとリスク管理の強化
- 市場の変化を先取りした資金アロケーション

財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求

不動産市場サイクルを踏まえ、財務健全性、資本効率及び株主還元の最適なバランスを追求する。

- 単体有利子負債水準の健全なコントロール：同社単体のバランスシートのスリム化を進める。
- 不動産投資と自己資本の健全なバランスの確保：エクイティ投資のエクスポージャーを同社単体の純資産の範囲内とする。
- ベース利益に基づく配当の継続
- 機動的な株主還元に向けた内部留保の充実

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

ビジネス概要

同社は、国内最大級の独立系不動産ファンド運営会社である。受託資産残高（AUM:Assets Under Management）は 1.5 兆円（2015 年 6 月期末）を超える。主要ビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」（2014 年 12 月期営業総利益構成比 47.1%）と「エクイティ投資ビジネス」（同 52.9%）である。また、不動産関連サービスも行なっている。

各ビジネスの概要

アセットマネジメントビジネスの概要

アセットマネジメントビジネスは、同社の事業セグメントではアセットマネジメント事業であり、REIT（不動産投資信託）および私募ファンドの組成、運用を行う。同ビジネスでは受託資産（AUM）に応じた収益（運用報酬）を受領する。

受託資産残高（AUM）は、REIT（2015 年 6 月期末受託資産構成比 71.7%）、私募ファンド（同 22.3%）で構成される。REIT は、同社がメインスポンサーである REIT（同 43.9%）とサブスポンサーの REIT（同 27.8%）に分類される。前者は、中規模オフィスビル（ケネディクス・オフィス投資法人）、住宅（ケネディクス・レジデンシャル投資法人）、商業施設（ケネディクス商業リート投資法人）に特化した 3 銘柄の上場リート、主に大規模オフィスビルやホテルに投資するプロ向け私募リート（ケネディクス・プライベート投資法人）の 4 銘柄を揃えている。また、ヘルスケア施設への投資に特化した REIT（ジャパン・シニアリビング投資法人）を 2015 年 7 月に上場した。後者は物流施設に特化（日本ロジスティクスファンド投資法人）、オフィス及びレジデンスへの投資に特化（プレミア投資法人）する 2 銘柄の上場リートを揃える（「受託資産」の項参照）。私募ファンドは単一投資家向け（セパレート・アカウント）中心で、対象物件が特定され、当該物件の取得のためにファンドを組成する「指定型」を主体とする。

運用報酬は、受託資産のベース AUM（同社がメインスポンサーである REIT および私募ファンドの受託資産の合計額）に対して 0.60%程度である。

エクイティ投資ビジネスの概要

エクイティ投資ビジネスは、事業セグメントでは不動産投資事業と不動産賃貸事業から成る（2015 年 12 月期から、旧セグメントの不動産投資事業と不動産賃貸事業をあわせて不動産投資事業に変更）。同事業では、同社の自己資金をファンドに組み入れるための不動産の一時保有、ファンドと同社の利害関係を一致させるための共同投資を行うことによって、投資金額に対し 10%の収益獲得を目標とする。また、顧客との共同投資を行うことで、受託資産の拡大に貢献する役割も担う。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

エクイティ投資ビジネスの主な収益は、不動産賃貸収益と不動産売買収益であり、不動産売買収益は、アセットマネジメントビジネスと比較して、不動産市況変動の影響を受けやすい。

ノンアセット不動産関連サービスの概要

2014 年 12 月期において、業績貢献は限定的であるが、中期的に安定収益であるフィー収入の成長を目指す方針である。当該目的のために、2013 年 12 月期にサービスオフィス・サービスアパートメント運営会社（株式会社スペースデザイン）の買収、2014 年 12 月期にビル管理事業会社（ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社）の設立を行った。

リーマン・ショック前後の変化

同社は、リーマン・ショック以前は、コーポレートローンによる借入れを積極的に活用してレバレッジを掛け、同社 100%出資によるエクイティ投資を行うことで、収益成長を目指した。リーマン・ショック以降は、アセットマネジメントビジネス中心の収益構造に転換し、コーポレートローンの返済を進め、受託資産拡大による収益成長を図っている。また、エクイティ投資においては、リスク管理を厳格化し、ノンリコースローンによる借入れを中心として、自己資本の範囲内で、同社と他の投資家との共同投資を中心とする方針に転換した。

過去と現在の貸借対照表の比較（百万円）		08年6月末	12年12月末	14年12月末
資産	現金預金	26,700	13,813	28,546
	その他	59,900	21,600	41,100
	不動産等	347,200	90,800	133,600
負債・純資産	ノンリコースローン	134,900	21,640	82,800
	コーポレートローン/社債	177,600	41,982	23,700
	その他の負債	26,100	6,500	11,200
	純資産	95,100	56,000	85,300

出所：同社資料をもとにSR社作成

その結果、2007 年 12 月期はアセットマネジメント事業の営業総利益構成比率は 19.4%であった。収益構造転換により、2014 年 12 月期には同比率は 47.1%に上昇した。コーポレートローンは 2008 年 12 月期第 2 四半期の 1,776 億円から 2014 年 12 月期には 237 億円に減少した。

業績推移確認における注意点

エクイティ投資ビジネスにおいて、固定資産の売却損益は、会計規則に基づき特別損益として認識される。そのため、同社の業績推移を確認する際に、営業利益、経常利益では不十分であり、税引前利益、当期純利益を重視すべきであると SR 社は認識している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益構造

同社のビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」と「エクイティ投資ビジネス」に分類できる。アセットマネジメントビジネスの営業総利益は、受託資産のベース AUM（同社がメインスポンサーである REIT（メインスポンサー）及び私募ファンドの受託資産の合計額）の 0.60%程度と試算できる。また、エクイティ投資ビジネスでは、エクイティ投資額の 10.0%の収益獲得を目標としている。よって、収益構造を単純化すると、以下の式で税前利益が算出される。

税前利益の簡易モデル：ベース AUM×0.60%-販売費及び一般管理費（約 70 億円）+エクイティ投資額×10.0%

エクイティ投資ビジネスにおいて、固定資産の売却損益は、特別損益として認識されることに留意が必要である。不動産投資事業の営業総利益に固定資産売却損益を加え、営業外費用の支払利息および支払手数料を差し引いた額がエクイティ投資ビジネスの税前利益の近似値となる。

なお、実効税率は 2015 年 12 月期は 15%程度、以降の数期間は 20%程度で推移する見込みである。税前利益から法人税等を差し引いた額が当期純利益となる。

アセットマネジメントビジネスの利益貢献

同ビジネスは、受託資産に対して、一定の料率（受託資産のベース AUM に対して 0.60%程度）で収益が計上される仕組みであり、受託資産（AUM）を積み上げることで安定的に収益を獲得することが可能である。

アセットマネジメント事業（十億円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期
受託資産	844	940	1,098	1,111	1,118	1,206	1,481
ベースAUM	572	676	820	816	882	951	939
REIT（メインスポンサー）	222	243	272	284	339	454	529
私募ファンド	350	433	548	532	543	496	410
アセットマネジメント事業の営業総利益	4.61	4.14	4.81	4.57	5.65	5.71	6.37
営業総利益/受託資産	0.55%	0.44%	0.44%	0.41%	0.51%	0.47%	0.43%
営業総利益/ベースAUM	0.81%	0.61%	0.59%	0.56%	0.64%	0.60%	0.68%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

エクイティ投資ビジネスの利益貢献

同ビジネスは、自己資金により不動産投資等を行うことで、10%の投資収益獲得を目標とする。同社は、2014 年末に不動産関連投資として約 610 億円の投資エクスポージャーを有している。当該資金に対し、平均値として 10%の投資収益（営業総利益または特別利益に計上）を獲得することを目標としていると SR 社は認識している。なお、エクイティ投資は出口回収

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

の範囲内で再投資する方針である。

販管費は 60 億円程度で推移

販管費は人件費が中心を占めており、固定費が中心である。

実効税率は 20%程度で推移する見込み

同社は 2014 年 12 月期より、連結納税制度を適用している。連結子会社の繰延欠損金により、2014 年 12 月期以降の 5 期間程度は、実効税率が 20%程度で推移する見込みである。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要事業

同社のビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」、「エクイティ投資ビジネス」から成る。セグメントでは、アセットマネジメント事業が「アセットマネジメントビジネス」に、不動産投資事業及び不動産賃貸事業が「エクイティ投資ビジネス」に該当する（2015 年 12 月期から、旧セグメントの不動産投資事業と一部を除く不動産賃貸事業をあわせて不動産投資事業とし、不動産管理事業（旧セグメントのアセットマネジメント事業の一部）と不動産運営事業（不動産賃貸事業の一部）をあわせて不動産関連事業とする予定である）。

セグメント別業績推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期
営業収益	**137,432**	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**	**26,212**
アセットマネジメント事業	**5,418**	**4,574**	**5,145**	**4,869**	**6,394**	**6,586**	**7,646**
（構成比）	3.9%	5.9%	13.3%	25.0%	30.5%	29.3%	29.2%
不動産投資事業	**132,013**	**68,141**	**26,219**	**6,775**	**5,682**	**9,393**	**7,712**
（構成比）	96.1%	87.5%	67.9%	34.8%	27.1%	41.8%	29.4%
不動産賃貸事業	**-**	**5,116**	**7,224**	**7,841**	**8,880**	**6,476**	**10,852**
（構成比）	0.0%	6.6%	18.7%	40.2%	42.4%	28.8%	41.4%
営業総利益	**22,413**	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**	**13,519**
アセットマネジメント事業	**4,613**	**4,138**	**4,807**	**4,568**	**5,653**	**5,708**	**6,365**
（構成比）	20.6%	30.6%	42.1%	43.1%	60.1%	51.5%	47.1%
不動産投資事業	**17,799**	**7,586**	**3,060**	**1,895**	**-608**	**2,418**	**3,069**
（構成比）	79.4%	56.1%	26.8%	17.9%	-6.5%	21.8%	22.7%
不動産賃貸事業	**-**	**1,789**	**3,543**	**4,145**	**4,356**	**2,949**	**4,084**
（構成比）	0.0%	13.2%	31.0%	39.1%	46.3%	26.6%	30.2%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

アセットマネジメント事業（2014 年 12 月期営業総利益構成比 47.1%）

事業セグメントでは、アセットマネジメント事業がアセットマネジメントビジネスに該当する。同事業は、私募ファンドまたは REIT（不動産投資信託、以下、ファンド）を組成し、投資家に収益獲得機会を提供する。不動産投資家から資金を集め、不動産及び不動産担保付債権等を投資対象とし、投資資金の運用・管理を行う。同社は、受託資産の運用・管理に対して、ファンドから報酬を徴収する。

同事業における営業収益は、ファンドから徴収する報酬（フィー収入、受託資産のベース AUM に対して 0.60%程度）である。フィー収入は、主に以下の 4 つに分けられる（以下は一般的な例であり、実際の報酬体系は運用するファンドによって異なる）。

- アクイジションフィー：投資家のニーズに合わせ、不動産投資案件を発掘し、投資家が出資し、組成したファンドで物件取得を行う。物件取得の際、取得額に対し一定料率（0.50～1.0%程度）を掛けて算出されるフィーを受領する
- アセットマネジメントフィー：同社は不動産の価値向上を図るべく運営・管理を行う他、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

保有物件の運用状況報告を行う。これらのサービスの対価として、物件取得総額に対し一定料率を掛けて算出されるフィー（私募ファンドは0.20～0.30%、REITは0.45%前後）を受領する

- ディスポジションフィー：同社が不動産の売却を行い、利益を確保する際、売却価格に対し一定料率を掛けて算出されるフィー（0.50%程度）を受領する
- インセンティブフィー：不動産の売却を完了し、投資が完了した時点で、投資家と予め（ファンド組成時に）決めたリターンのハードルを超過した部分のうち、一定額をフィーとして受領する

上記 4 つの代表的な収益源の他に、その他のフィー収入として、ブローカレッジフィー（不動産の仲介）、コンサルティングフィー等がある。

アセットマネジメント事業の業績推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期
営業収益	**5,418**	**4,574**	**5,145**	**4,869**	**6,394**	**6,586**	**7,646**
営業総利益	4,613	4,138	4,807	4,568	5,653	5,708	6,365
アクイジションフィー	801	91	619	405	1,471	1,638	1,118
アセットマネジメントフィー	2,659	3,118	3,438	3,130	3,146	2,952	3,369
インセンティブフィー	196	104	292	153	358	61	686
ディスポジションフィー	248	37	76	211	132	223	648
その他	709	788	382	669	546	832	542

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同事業における収益変動リスクは、不動産投資事業または不動産賃貸事業と比較して限定的である。特にアセットマネジメントフィーは、同社の安定収益源となっている。ただし、市況好況時における収益のアップサイドもインセンティブフィー等の一部のフィー収入に限定される。

同事業において、収益の源泉となる受託資産は、同社の資産とは別勘定であり、貸借対照表には計上されない。よって、不動産市況の変動が自己勘定分 AUM1,325 億円（2014 年 12 月末時点）を除く同社の資産に直接的に影響を与えることはない。

受託資産（AUM）の推移

受託資産は、大まかに私募ファンドと REIT に分けられる。さらに REIT は、同社がメインスポンサーである REIT（メインスポンサー）とサブスポンサーである REIT（サブスポンサー）に分類される。2014 年 12 月時点で、私募ファンドが受託資産の 27.7%、J-REIT が同 63.3%、REIT（メインスポンサー）が同 35.7%、REIT（サブスポンサー）が同 27.6%を占める（受託資産の詳細に関しては、「受託資産（AUM）」の項参照）。また、同社はアセットマネジメント事業の収益に直接的に影響する受託資産として、私募ファンドと REIT（メインスポンサー）の受託資産の合計額をベース AUM と定義している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業（2014 年 12 月期営業総利益構成比 22.7%）

エクイティ投資ビジネスにおいて、REIT が優先交渉権を持つ等の条件付で同社が不動産関連投資を行った場合、当該不動産等は棚卸資産または投資有価証券として資産計上され、当該資産に対する収益は同事業セグメントで認識される。

同事業における投資手法として、ブリッジファンド、セイムボート出資（ファンドと同社との利害関係を一致させるための共同投資）の他、オポチュニスティック投資なども行う。純投資を目的として、債権投資を行うこともある。

不動産投資事業の収益

収益は以下の通りに計上される。

- 賃貸事業収益：同社が連結SPCを通じて不動産（棚卸資産）を保有することで、不動産から得る賃貸損益。
- 不動産売却損益：販売用不動産を売却することで得られる収益。
- 匿名組合分配損益：同社のアセットマネジメント事業推進のため、同社が組成しアセットマネジメントを行っているファンドに対し、顧客である不動産投資家とともに少額投資を行うことがある（セイムボート出資）。匿名組合分配損益は、ファンドに発生した損益のうち、同社持分に対応する部分が計上される。
- 棚卸資産評価損：販売用不動産は四半期ごとに時価評価を行い、鑑定評価額等が簿価を下回っている場合、その差額を棚卸資産評価損として計上する。

不動産投資事業の原価

不動産賃貸事業の営業原価は、各収入項目により異なる。賃貸事業収入の営業原価は 50%程度であり、不動産管理費用、固定資産税、減価償却費などが主な原価項目である。不動産売却収入に対する原価は売却原価であり、売上高比率は物件毎に大きく異なる。

不動産投資事業の資産

同事業では、エクイティ投資を行い、主に共同投資目的で棚卸資産・固定資産または投資有価証券を保有する。（2015 年 3 月期末現在では、棚卸資産の保有はない。）不動産市況好況時には保有不動産の売却により、アセットマネジメント事業と比較して、高い収益の獲得が期待できる。一方、不動産市況悪化時においては売却損や保有資産の評価損により、損失を計上するリスクがある。同事業の収入の中でも賃料は、相対的に安定的な収益源である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業の資産と収益（百万円）	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
棚卸資産	**209,255**	**66,370**	**43,006**	**15,306**	**9,953**	**14,950**	**12,114**
オフィス	73,395	15,887	7,126	-	-	-	5,174
賃貸住宅	42,373	5,095	-	-	-	11,181	6,939
商業施設	14,305	19,256	18,621	-	-	-	-
その他	79,183	26,133	17,257	15,306	9,953	3,769	-
投資有価証券	**23,646**	**19,047**	**19,442**	**16,524**	**12,316**	**11,889**	**22,387**
営業収益	**132,013**	**68,141**	**26,219**	**6,775**	**5,682**	**9,393**	**7,712**
営業総利益	**17,799**	**7,586**	**3,060**	**1,895**	**-608**	**2,418**	**3,069**
賃貸事業収入	11,829	4,661	2,317	1,608	447	490	592
不動産売却収益	12,327	7,382	1,921	378	173	946	1,232
匿名組合分配損益	-254	-68	-784	-518	-446	-41	764
たな卸資産評価損	-6,764	-	-596	-91	-1,220	-40	-114
その他	386	-3,662	254	301	299	935	465

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

不動産賃貸事業（2014 年 12 月期営業総利益構成比 30.2%）

前述の通り、エクイティ投資ビジネスにおいて、REIT が優先交渉権を持つ等の条件付で同社が不動産関連投資を行った場合は、当該不動産等は棚卸資産または投資有価証券として資産計上され、不動産投資事業セグメントで当該収益が認識される。それ以外の場合は、当該不動産等は固定資産に計上され、当該収益は不動産賃貸事業セグメントで認識される。

不動産賃貸事業の収益および資産

同事業の主な収入は賃貸事業損益における賃料収入である。不動産等の売却損益は特別損益として認識する。主な営業原価は、不動産管理費用、固定資産税、減価償却費であり、営業原価率は 50%程度である。

同事業における不動産等の資産は、貸借対照表上は固定資産として認識する。棚卸資産は簿価と時価との差額を棚卸資産評価損として計上するが、固定資産の簿価と時価との差額は同社が決算説明会資料において決算期末に開示する。2014 年 12 月末時点で、固定資産の損益は含み益 61 億円、含み損 28 億円、ネット含み益 32 億円であった。

不動産賃貸事業の資産と収益（百万円）	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
固定資産	-	97,991	118,706	137,530	80,760	81,114	121,585
オフィス	-	36,818	54,280	58,524	37,132	35,950	41,147
賃貸住宅	-	28,292	36,516	34,739	10,605	5,002	8,610
商業施設	-	5,602	-	18,712	19,308	18,480	32,098
シニアヘルスケア	-	11,677	6,914	4,739	3,827	1,945	4,833
その他	-	15,602	20,994	20,813	9,886	19,734	19,734
営業収益	-	5,116	7,224	7,841	8,878	6,476	10,852
営業総利益	-	1,789	3,543	4,145	4,356	2,949	4,084
賃貸事業収入	-	1,789	3,564	4,174	4,551	2,841	3,771
その他	-	-	-21	-28	-195	108	312

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益性分析

収益の推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期
営業収益	137,431	77,831	38,589	19,486	20,957	22,456	26,212
営業総利益	22,413	13,514	11,411	10,609	9,401	11,077	13,519
営業利益	16,267	8,433	7,331	6,931	5,837	6,914	8,147
経常利益	5,316	225	2,202	2,464	2,328	4,878	6,406
当期純利益	-10,850	-18,438	-2,542	1,313	-10,128	1,985	4,844
アセットマネジメント事業の営業総利益（a）	4,613	4,138	4,807	4,568	5,653	5,708	6,365
構成比	20.6%	30.6%	42.1%	43.1%	60.1%	51.5%	47.1%
販売費及び一般管理費（b）	6,145	5,080	4,080	3,678	3,563	4,162	5,371
（a）-（b）	-1,532	-942	727	890	2,090	1,546	994
（a）/（b）	0.75	0.81	1.18	1.24	1.59	1.37	1.19

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

過去の自己勘定投資の処理には目途

同社は自己勘定保有物件の評価損等を主因として、2008 年 12 月期から 2010 年 12 月期まで、3 期連続の赤字決算を余儀なくされた。また、2012 年 12 月期に関しても、固定資産売却損等の計上により、最終赤字となった。

固定資産は 2012 年 12 月末時点で、ネット含み損 77 億円（含み益 21 億円、含み損 99 億円）であったが、過去に取得した収益性の低い物件（レガシィアセット）について、2014 年 12 月期までに損失を計上しながら資産売却を進めた結果、2014 年 12 月末時点では、ネット含み益 32 億円（含み益 61 億円、含み損 28 億円）となった。

リーマン・ショック以降、収益の安定性は、高まっている

同社は、リーマン・ショック以降、保有不動産の売却を進めると同時に、アセットマネジメント事業の強化を図った。その結果、自己勘定投資によるキャピタルゲインを中心とした収益構造から、フィー収入を中心としたビジネス・モデルへの転換が進んでいる。

収益の安定性を計る上でメルクマールとして、アセットマネジメント事業の営業総利益による販管費のカバー率があげられる。同社における過去の業績推移を振り返ると、2007 年 12 月期はインセンティブフィーによりアセットマネジメント事業の営業総利益が販管費を上回ったものの、2008 年 12 月期、2009 年 12 月期はアセットマネジメント事業の営業総利益で販管費をカバーできていなかった。しかし、2010 年 12 月期以降は、受託資産（AUM）増加や販管費の抑制等によって、アセットマネジメント事業の営業総利益が販管費を継続的に上回るようになっている。その結果、「収益の絶対水準」は最高益を達成した 2007 年 12 月期と比べれば見劣りするものの、「収益の質」については改善が進んでいるといえる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

受託資産残高（AUM）

受託資産残高（AUM）のファンド形式による分類

受託資産は、大まかに私募ファンド（2014 年 12 月末受託資産構成比 27.7%）と REIT（不動産投資信託）（同 63.3%）に分けられる。また、REIT は同社がメインスポンサーである REIT（メインスポンサー）（同 35.7%）とサブスポンサーである REIT（サブスポンサー）（同 27.6%）に分類される。

受託資産（AUM）残高（十億円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期	14年12月期 通期
私募ファンド	349.8	432.8	548.5	531.9	542.6	496.3	410.3
（構成比）	41.4%	46.0%	50.0%	47.9%	48.6%	41.1%	27.7%
自己勘定	172.0	162.3	161.8	152.2	92.7	97.0	132.5
（構成比）	20.4%	17.3%	14.7%	13.7%	8.3%	8.0%	8.9%
REIT	322.4	344.8	387.7	427.3	482.4	613.0	937.7
（構成比）	38.2%	36.7%	35.3%	38.5%	43.2%	50.8%	63.3%
REIT（メインスポンサー）	222.0	243.3	271.8	284.1	339.2	454.4	528.9
（構成比）	26.3%	25.9%	24.8%	25.6%	30.3%	37.7%	35.7%
REIT（サブスポンサー）	100.4	101.4	115.8	143.2	143.2	158.6	408.8
（構成比）	11.9%	10.8%	10.5%	12.9%	12.8%	13.1%	27.6%
合計	844.3	939.9	1,097.9	1,111.3	1,117.7	1,206.3	1,480.6

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

SR 社の認識では、REIT は不動産市況好況時に新規物件の取得が進み、新規投資口発行により、受託資産が拡大しやすい。一方、私募ファンドは、不動産市況好況時には、新規ファンドの組成もあるが、利益確定の売却も進みやすい傾向がある。

リーマン・ショック以降の 2010 年 12 月期、2011 年 12 月期において、受託資産が増加した要因として、2010 年は更生会社パシフィックホールディングス株式会社等の会社型案件を手掛けており、2011 年には金融機関等からの AM 受託替案件等（市場から撤退したアセットマネジメント会社の役割を引き受ける「レスキューAM」）を受託していることがあげられる。

受託資産における自己勘定は、同社の自己資金による投資である。リーマン・ショック以降、2012 年 12 月期まで減少を続けたが、2013 年 12 月期より増加に転じている。

私募ファンド

多くの私募ファンドが対象とするのは REIT と競合しない物件タイプや独自の取得ルートで獲得する不動産である（「私募ファンド」の項参照）。一方、REIT は、長期安定運用を目指し、都心部のオフィスビルなどを投資対象とする。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

セパレート・アカウントが中心

私募ファンドは複数の投資家向けの「合同運用ファンド」と単一の投資家向けの「セパレート・アカウント」に分類される。三井住友トラスト基礎研究所の「私募ファンドに関する実態調査（2014 年 7 月）」によれば、業界全体としては、合同運用ファンドが 41%、セパレート・アカウントは 31%であった。

それに対し、同社の私募ファンドはセパレート・アカウントが大半を占める。同社は、取得物件を特定せずに投資家がファンドに出資する「ブラインドプール方式（一任勘定型）」を採用していない。専ら対象物件が特定され、当該物件の取得のために、ファンドを組成し、投資家からの出資を受け、ローンを手配する「指定型」による。当該ファンドでは、基本的に物件の追加取得をしない。

セパレート・アカウントは、投資家にとっては、オーダーメードの投資提案を受けられる一方、同社にとっては複雑かつ高度なオペレーションが要求される。ファンドの小口分散化へとつながる側面もある。SR 社は、この点を、同社がリーマン・ショックを生き抜いた一因と捉えている。

私募ファンドの一部は連結対象不動産

私募ファンドの一部を「連結対象不動産」が占める。これは、さらに「（狭義の）自己勘定出資」と「共同出資」に分けられる。「自己勘定出資」は前述の通り、自己資金をもって不動産（もしくは特別目的会社）に投資していることを指す。一方、共同出資（セイムボート出資、Co-Investment もほぼ同義）は同社がアセットマネジメント業務を受託する際に、投資家とともに、特別目的会社等に対して共同で資金を拠出、一定の少額投資を行うことを指す。運用成績の影響をアセットマネージャー自身も受けるため、投資家としてはより信頼して投資を行うことができる仕組みといえる。

J-REIT

同社が 100%出資する子会社ケネディクス不動産投資顧問社が運用する J-REIT は、「ケネディクス・オフィス投資法人（東証 J-REIT 8972）」、「ケネディクス・レジデンシャル投資法人（東証 J-REIT 3278）」、「ケネディクス・プライベート投資法人」、「ケネディクス商業リート投資法人（東証 J-REIT 3453）」がある。また、同社グループが運用する J-REIT として、「日本ロジスティクスファンド投資法人（東証 J-REIT 8967）」、「プレミア投資法人（東証 J-REIT 8956）」がある。その他、2015 年 2 月現在、新たにヘルスケアを対象としたファンドを準備中である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

REIT（メインスポンサー）

「ケネディクス・オフィス投資法人」（KDO）

2005 年 4 月設立、主にオフィスビルに投資する J-REIT。東京経済圏の中規模オフィスを中心とした総合型のポートフィリオを基本コンセプトにしている点が特徴。ポートフォリオは 97 物件、取得総額 3,850 億円の資産規模（2015 年 6 月末時点）

KDO 物件取得価格の総額（百万円）	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月	2015年4月
物件取得価格の総額	218,999	235,769	246,456	286,866	292,553	336,163	385,094
物件数	67	70	71	83	83	89	97
総資産	238,745	251,566	261,928	303,284	308,172	355,167	407,799
出資総額	124,973	133,129	133,129	147,153	147,153	166,261	206,200
発行済投資口数	200,000	233,550	233,550	286,550	286,550	332,540	404,885

KDOの最近5年間における発行済投資口数および出資総額の増減

払込年月日	摘要	発行済投資口数（口）		出資総額（百万円）	
		増減	残高	増減	残高
2011年7月	公募増資	51400	284950	13,600	146,730
2011年8月	第三者割当	1600	286550	423	147,153
2013年11月	公募増資	43800	330350	18,198	165,351
2013年12月	第三者割当	2190	332540	909	166,260
2014年5月	公募増資	21400	353940	9,876	176,136
2014年6月	第三者割当	1070	355010	493	176,629
2014年11月	公募増資	47685	402695	28,269	204,898
2014年12月	第三者割当	2190	404885	1,298	206,196

出所：ケネディクス・オフィス投資法人　有価証券報告書

「ケネディクス・レジデンシャル投資法人」（KDR）

2011 年 11 月設立、投資対象は主に賃貸住宅である。ポートフォリオは 104 物件、取得金額 1,458 億円の資産規模（2015 年 6 月末時点）

KDR 物件取得価格の総額（百万円）	2013年1月	2014年1月	2015年1月
物件取得価格の総額	30,475	99,031	122,123
物件数（棟）	20	80	92
総資産	33,195	107,400	132,335
出資総額	13,773	48,592	57,121
発行済投資口数	75,440	241,622	279,122

出所：ケネディクス・レジデンシャル投資法人資料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

KDRの最近5年間における発行済投資口数および出資総額の増減

払込年月日	摘要	発行済投資口数（口）		出資総額（百万円）	
		増減	残高	増減	残高
2011年11月	私募設立	750	750	150	150
2012年4月	公募増資	74,690	75,440	13,623	13,773
2013年8月	公募増資	165,000	240,440	34,571	48,345
2013年9月	第三者割当	1,182	241,622	247	48,592
2014年8月	公募増資	36,375	277,997	8,273	56,865
2014年9月	第三者割当	1,125	279,122	255	57,121
2015年2月	公募増資	67,900	347,022	23,138	80,259
2015年3月	第三者割当	2,067	349,089	680	80,939

出所：ケネディクス・レジデンシャル投資法人　有価証券報告書他からSR社作成

「ケネディクス・プライベート投資法人」（KPI）

2013 年 10 月設立、2014 年 3 月に運用開始。オープンエンド型非上場私募不動産投資法人。主な投資対象は大規模オフィスビル及びホテル等とする。2015 年 6 月末現在の受託資産は 659 億円であった。

ケネディクス商業リート投資法人

2014 年 10 月設立、2015 年 2 月に資産規模 808 億円で上場。商業施設を主な投資対象とし、中でも生活密着型商業施設（商圏は周囲 1~10km 程度で、利用客は商業施設周辺の消費者が中心）を重点投資対象とする。2015 年 6 月現在の受託資産は 918 億円、物件数は 18 物件であった。

ジャパン・シニアリビング投資法人

2015 年 5 月設立、2015 年 7 月に上場。有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、病院などを主な投資対象とする。資産運用会社はジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社（同社 60%、長谷工コーポレーション 20%、三菱 UFJ 投資信託銀行株式会社、LIXIL グループ、株式会社損害保険ジャパン、株式会社新生銀行が各 5%を出資）である。2015 年 7 月末時点の受託資産は 279 億円、物件数は 14 物件であった。

REIT（サブスポンサー）

「日本ロジスティクスファンド投資法人」（JLF）

2005 年 2 月設立、物流施設に特化した J-REIT。資産運用会社は、持分法適用会社の三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社（同社出資比率 20%）である。2015 年 6 月現在の受託資産は 2,038 億円であった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

JLF 物件取得価格の総額（百万円）	2009年1月	2010年1月	2011年1月	2012年1月	2013年1月	2014年1月	2015年1月
物件取得価格の総額	100,215	115,805	143,240	143,240	158,600	192,339	194,893
物件数	24	26	28	28	30	36	36
総資産	103,743	121,858	145,523	144,759	160,617	193,278	197,785
出資総額	82,021	82,021	97,559	97,559	97,559	113,559	113,559
発行済投資口数	122,300	122,300	148,000	148,000	148,000	166,000	830,000

出所：日本ロジスティクスファンド投資法人資料

「プレミア投資法人」

2014 年 10 月、同社は、NTT 都市開発株式会社（東証 1 部 8933）がメインスポンサーであるプレミア投資法人の資産運用会社であるプレミア・リート・アドバイザーズ株式会社の株式の 30%を取得した。

プレミア投資法人は首都圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）および地方主要都市（札幌市、仙台市、静岡市、名古屋市、大阪市、京都市、神戸市、広島市、岡山市、福岡市等）のオフィスおよびレジデンスを投資対象とする。2015 年 6 月現在の受託資産は 2,332 億円であった。

アセットクラス（プロダクトタイプ）による分類

不動産ファンドの投資対象のそれぞれの特徴は、以下の通りである。

- オフィスビル：企業をテナントとしているため、賃料が景気動向に左右されやすい。SR 社の認識では、オフィスビルは不動産ファンドの投資対象として、一般的に比率が高い。その理由は、1棟あたりの売買金額が大きく、資産残高を増加しやすい、賃貸や売買の市場データが豊富であり、市場動向を把握しやすいといったことが挙げられる。
- 賃貸住宅：賃貸借契約の対象が個人であり、賃料が景気動向の影響を受けにくい。ただし、オフィスビル等と比較して収益率は低い傾向がある。
- 商業施設（ショッピングセンターなど）：核となるテナントが収益力を左右する。核テナントが退去するような場合は、収益力が急激に低下する。賃貸借契約の期間は、オフィスや住居に比べて長いことが一般的である。
- 物流施設：実需をもとに運営されるため、オフィスと比較しても景気影響が少ない。物流施設の供給が限られることから、賃料が安定しているという特徴がある。

日本不動産研究所のデータによれば、2014 年 10 月現在、投資家期待利回りは高い順に、物流施設、賃貸住宅、商業施設、オフィスビルである。

同社の受託資産のプロダクトタイプは、オフィス、賃貸住宅、商業施設、物流施設、シニアヘルスケアなどを投資対象とし、その規模も大小様々で、広く分散されている点が特徴といえる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

プロダクトタイプ別　受託資産残高（百万円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期	14年12月期 通期
オフィスビル	337,404	375,070	426,620	495,943	553,820	606,666	771,593
（構成比）	40.0%	39.9%	38.9%	44.6%	49.5%	50.3%	52.1%
賃貸マンション	176,180	180,767	225,021	205,691	161,038	144,185	254,816
（構成比）	20.9%	19.2%	20.5%	18.5%	14.4%	12.0%	17.2%
商業施設	143,135	182,728	199,604	185,605	185,851	174,189	187,946
（構成比）	17.0%	19.4%	18.2%	16.7%	16.6%	14.4%	12.7%
物流施設	100,438	116,642	145,159	144,225	163,321	203,209	209,752
（構成比）	11.9%	12.4%	13.2%	13.0%	14.6%	16.8%	14.2%
その他	87,179	84,696	101,557	79,932	53,757	78,093	56,551
（構成比）	10.3%	9.0%	9.2%	7.2%	4.8%	6.5%	3.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

地域別分類

地震や火災などの災害に対するリスク、投資対象地域における産業動向の影響などのリスク回避を図る観点から、投資対象地域は分散されていることが望ましい。

投資対象の地域別特性としては、東京経済圏は、地方都市と比べてオフィスマーケットの規模が大きく、流動性が高いが、不動産の利回りが相対的に低い。

同社の受託資産は、基本的には日本国内を投資対象としており、海外への投資は一部に限られる。国内では全国に投資しているが、東京経済圏の比率が高い。

地域別 受託資産残高（百万円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期	14年12月期 通期
東京経済圏	563,975	595,763	755,343	760,226	814,904	912,305	1,178,731
（構成比）	66.8%	63.4%	68.8%	68.4%	72.9%	75.6%	79.6%
関西	116,187	153,427	156,151	149,478	129,034	122,649	138,089
（構成比）	13.8%	16.3%	14.2%	13.4%	11.5%	10.2%	9.3%
中部	43,812	49,108	48,351	62,326	58,523	54,384	62,070
（構成比）	5.2%	5.2%	4.4%	5.6%	5.2%	4.5%	4.2%
九州	36,364	34,729	28,413	24,289	19,745	20,656	30,169
（構成比）	4.3%	3.7%	2.6%	2.2%	1.8%	1.7%	2.0%
その他	84,000	106,876	109,703	115,078	95,580	96,348	71,599
（構成比）	9.9%	11.4%	10.0%	10.4%	8.6%	8.0%	4.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*東京経済圏は東京都、神奈川県、千葉県及び埼玉県を指す。

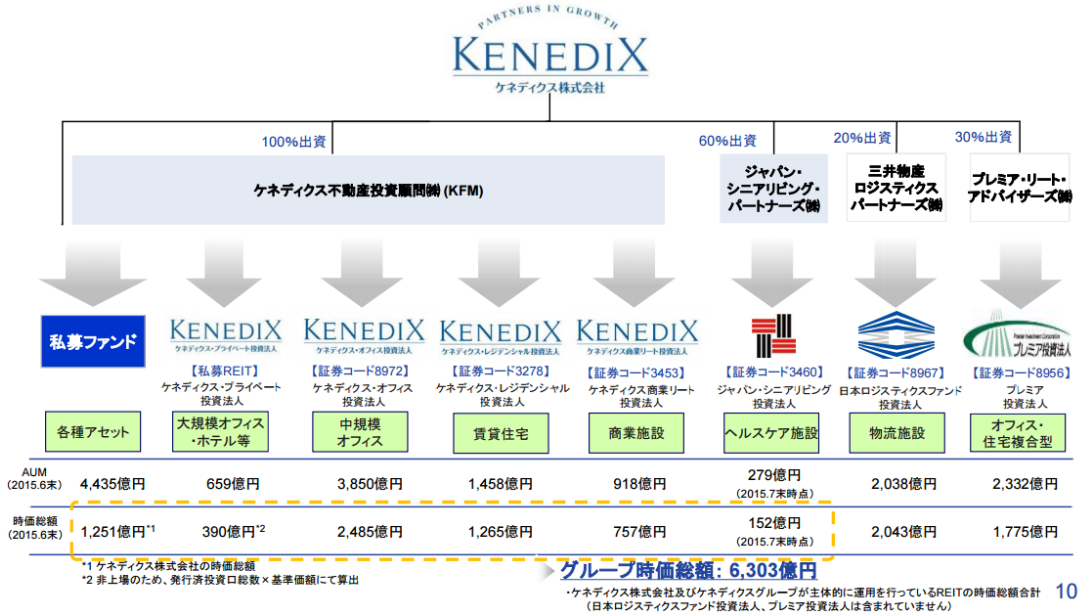
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

グループ

2014 年 12 月現在、主要連結子会社は、ケネディクス不動産投資顧問株式会社、株式会社スペースデザイン、ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社である。

- ケネディクス不動産投資顧問株式会社（同社出資比率100%）は、同社が組成した不動産ファンドのアセットマネジメント事業及びREITの運用事業を行う。同社は、2013年10月に組織再編を行い、J-REITおよび私募ファンドの投資一任に関しての運用機能を従来のケネディクス・オフィス・パートナーズ社、ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社、ケネディクス・アドバイザーズ株式会社からケネディクス不動産投資顧問（KFM）に集約し、私募ファンドの投資助言に基づく事業を従来のケネディクス・アドバイザーズ株式会社から単体のケネディクス株式会社に移管した。

KFM 設立および業務集約に関して、従来は、新ファンド組成にあたり、新たに運用会社を立ち上げ、それぞれにコンプライアンス、総務人事、財務経理の機能など、人員が必要であったが、KFM 設立後は、バックオフィスを共通化したことで、ファンド組成のスピードアップが図れるという。



出所：同社資料

- 株式会社スペースデザイン（同社出資比率99%）：不動産に関する運営業務の受託等
- ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社（同社出資比率100%）：不動産の取引、管理及び運用に関するコンサルタント業、建物及び各種付属設備の保守管理、清掃、警備の請負、不動産の売買、賃貸、仲介、管理及び鑑定を行う。
- ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社（同社出資比率60%）：2014年4月設立、ヘルスケアREITの運用を目的とした資産運用会社。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **独立系としての残存者メリット**：リーマン・ショック後に競合他社が消えゆくなか、同社は無事に生き残り、再び収益拡大への道のりを歩み始めようとしている。海外投資家が日本の不動産に投資対象を求める際に同社が頼りとされるケース、経験豊富な人材を採用できる点などにおいて残存者メリットの享受が考え得る。
- **バランス感覚**：同社の強みは、ヘルスケアなどの斬新なアセットクラスを他社に先駆けて運用する等サービス展開の柔軟性や機動性である。一方、市場が過熱したタイミングでは、一定の基準以下の物件には手を出さないなど、相対的にニーズ（リターン）とリスクのかじ取りを巧みに行っているとの印象を SR 社は受けている。
- **真のアセマネ化**：アセットマネジメント業は本来、ストックビジネスであり収入が安定していること、自らの貸借対照表を使わずに手数料収入を獲得するビジネスであるため、資本効率が高く、貸借対照表が毀損しにくいなどの特性を有している。リーマン・ショック以前は、自己勘定投資の大幅な拡大やレバレッジの活用によってそうした特性はあまり見られなかった。しかし、リーマン・ショック以降、同社は収益の質、財務体質を改善させつつあり、本来のアセットマネージャーになりつつあると SR 社はみている。

弱み（Weaknesses）

- **市場のシクリカル性の強さ**：不動産市場は、金融機関の融資姿勢とも相まって、プロシクリカル性が強い、すなわち循環が増幅される性質をもつとされる。実際、これまでを振り返ると、不動産価格の上昇期に融資姿勢が緩和されることによって価格上昇が加速、価格の下落期においては融資姿勢が厳格化されることによって、不動産価格の振幅が拡大される傾向にある。バーゼル III 等はこうしたプロシクリカル性の緩和につながるものと思われるが、それを排除するものではない。そのため、今後もプロシクリカル性の強さは続くと SR 社はみている。
- **資金調達力**：「財閥系」企業等に比べると資金調達力でやや劣位する。そのため、市況悪化時に資金捻出のために物件売却を迫られる、あるいは調達コストが相対的に高くつく傾向がある。
- **ローカルプレイヤーであること**：同社は日本という「アジアの中の一つの国」におけるスペシャリストであって、リージョナルもしくはグローバルプレイヤーではない。そのため、国・地域をまたがった運用を一任される場合においては他のプレイヤーに劣後すると SR 社はみている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

J-REIT及び私募ファンドの市場規模推移（運用資産額ベース）								
（兆円）	04年12月	05年6月	05年12月	06年6月	06年12月	07年6月	07年12月	08年6月
合計	**4.3**	**5.9**	**7.8**	**10.0**	**11.5**	**16.3**	**21.1**	**24.5**
J-REIT	2.1	2.6	3.4	4.5	5.4	6.1	6.8	7.4
私募ファンド	-	-	-	-	-	10.2	14.3	17.1
国内特化型	2.2	3.3	4.4	5.5	6.1	6.7	10.0	13.7
グローバル型	-	-	-	-	-	3.5	4.3	3.4
	08年12月	09年6月	09年12月	10年6月	10年12月	11年6月	11年12月	12年6月
合計	**25.0**	**25.3**	**24.6**	**24.7**	**25.5**	**25.4**	**26.1**	**27.0**
J-REIT	7.4	7.5	7.6	7.8	7.8	8.0	8.3	8.7
私募ファンド	17.6	17.8	17.0	16.9	17.7	17.4	17.8	18.3
国内特化型	13.6	14.0	13.8	14.9	14.7	14.8	14.9	15.9
グローバル型	4.0	3.8	3.2	2.0	3.0	2.6	2.9	2.4
	12年12月	13年6月	13年12月	14年6月	14年12月	15年6月		
合計	**26.5**	**27.1**	**27.3**	**27.4**	**27.7**	**28.6**		
J-REIT	9.0	10.4	11.2	11.9	12.6	13.5		
私募ファンド	17.5	16.7	16.1	15.5	15.1	15.1		
国内特化型	15.3	15.0	14.9	14.4	13.4	13.5		
グローバル型	2.2	1.7	1.2	1.1	1.7	1.6		

出所：三井住友トラスト基礎研究所よりSR社作成

*グローバル型：外資系運用会社が運用し、日本以外の国も投資対象とするファンド

2007 年まで（拡大期）

オフィスの大量供給が懸念された「2003 年問題」を乗り越え、戦後最長の景気拡大の下、不動産市況は好調に推移した。エクイティ投資家は、J-REIT の拡大とともに、ファンドマネーの流入を加速させ、レンダーは外資系投資銀行による貸し出し、CMBS（商業用不動産担保証券）組成など、負債の流動性・多様性を拡大させた。2007 年 9 月の金融商品取引法（以下、金商法）施行前は参入障壁が低く、それが過当競争を促した側面もあった。

2007 年後半から 2009 年（混乱期）

サブプライムローン問題の影響で 2007 年後半より海外金融機関からの資金流入は滞っていたが、その流れが「リーマン・ショック」によって国内の銀行へも波及。ファイナンスが止まり投資物件の売買ができなくなり、不動産の流動性が一気に低下した。その結果、資金繰りに窮したデベロッパーの倒産が相次ぎ、さらに 2008 年 10 月には J-REIT で初めて破綻するケース（ニューシティ・レジデンス投資法人が 2008 年 10 月に民事再生法を申請）も出た。2009 年には、同社と肩を並べる存在であったパシフィックホールディングス社が負債総額約 163,600 百万円で倒産した。

2010 年以降（回復期）

2009 年末より J-REIT が増資を再開。その後、2010 年下半期に少し停滞したものの J-REIT の増資は 2011 年に入り、再び活発化した。東日本大震災の影響で、一時的にエクイティ投資家の投資意欲が低下する場面もあったが、その後盛り返し、投資意欲は改善基調にある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

株式会社三井住友トラスト基礎研究所の「不動産私募ファンドに関する実態調査（2015 年 1 月）」によれば、2015 年 6 月時点の J-REIT、私募ファンドを合わせた市場規模（運用資産額ベース）は約 28.6 兆円（前年同期比 4.4%増）となった。好調な不動産市況のもと、多くの私募ファンドが物件売却を実行したため、私募ファンドの市場規模は約 15.1 兆円（同 2.6%減）となった。一方、J-REIT の市場規模は約 13.5 兆円（同 13.4%増）となった。

不動産投資市場

同社によれば、2011 年、2012 年と不動産投資市場は回復傾向にあったが、2013 年以降、不動産投資市場は回復が鮮明となったという。2012 年末に自民党政権に交代し、株式市場が活況を呈するようになり、不動産投資市場への資金流入が急増したと推察される。

不動産ファンダメンタルズの概況等を以下に纏める（2015 年 5 月時点）。

オフィスビル

一般財団法人日本不動産研究所及び三鬼商事株式会社が公表している「東京・大阪のオフィス賃料予測 2015 年春」によれば、東京のオフィスは、賃料が 2013 年からの上昇が継続すると予測。2016 年の大量供給も低い空室率のため、賃料への影響は少なく、上昇が継続。2017 年以降は空室率はほぼ横ばい、賃料は微増傾向で推移すると見ている。

三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同で公表している「オフィストレンド・インデックス」によれば、2015 年第 2 四半期（2015 年 4-6 月）の東京都心部 A クラスビル成約賃料は前年同期比 17.2%上昇の 31,166 円/坪となった。また、東京都心 B クラスビルの成約賃料インデックスは前年同期比 13.8%上昇の 18,129 円/坪となった。

> A クラスビル：延床面積：10,000 坪以上、基準階貸室面積：300 坪以上、築年数：15 年以内
> B クラスビル：基準階貸室面積 200 坪以上で A クラスに該当しないビル（築年数経過で A クラスの対象外となったビルを含む）

オフィス賃料の推移								
オフィス賃料の推移（円）	13年3月	13年6月	13年9月	13年12月	14年3月	14年6月	14年9月	14年12月
東京都心部Aクラスビル	27,760	26,680	26,659	27,768	29,482	28,503	30,335	30,573
前年同期比	27.2%	21.0%	25.2%	15.8%	6.2%	6.8%	13.8%	10.1%
東京都心部Bクラスビル	14,066	16,111	15,940	16,577	17,346	15,926	17,461	17,132
前年同期比	9.9%	12.3%	26.6%	4.9%	23.3%	-1.1%	9.5%	3.3%
	15年3月	15年6月						
東京都心部Aクラスビル	31,166	33,392						
前年同期比	5.7%	17.2%						
東京都心部Bクラスビル	19,006	18,129						
前年同期比	9.6%	13.8%						

出所：三幸エステート「オフィスレント・インデックス」よりSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

賃貸住宅

都心の人口増加と賃貸マンション供給量の低下が、既存物件の需要増加に繋がり、需給バランスがタイト化する見込みである。三井住友トラスト基礎研究所とアットホーム株式会社が共同で公表しているマンション賃料インデックス総合指数によれば、東京 23 区の賃料は上昇を続けている。2015 年第 1 四半期の賃料は前年同期比 1.6%上昇（同社試算）と、11 四半期連続で上昇した。2011 年第 3 四半期をボトムとして、賃料は上昇傾向にあるが、上昇率は徐々に低下している。

大型物流施設

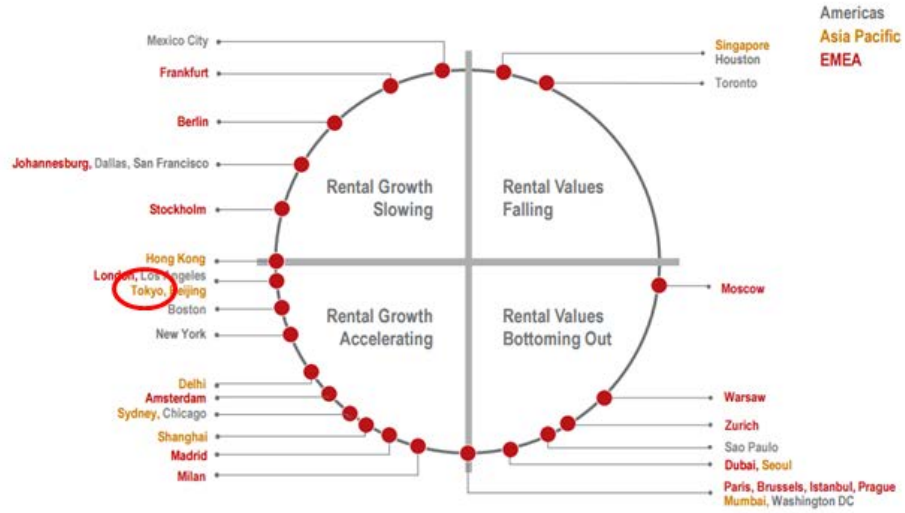
同社によれば、物流施設に対する上場 REIT 各社、私募ファンドやデベロッパーによる投資、開発は活発であり、物流施設の供給が増加しているという。背景にあるのは、イーコマース市場の拡大による先進的物流施設への需要の高まりである。

一五不動産情報サービスによる物流施設（東京圏）の需給動向調査によれば、2015 年 5 月～7 月までの首都圏における新規供給物流施設は 14.1 万㎡（前年同期比 11.5%減）に対し、新規需要は 25.6 万㎡（同 13.6%増）であった。また、東京都の空室率は 2015 年 7 月現在、2.3%と低い水準となっている。

日本市場の相対的な位置付け

ジョーンズラングラサール社の調査「Global Market Perspective2015 年 Q3」では、「プロパティ・クロック（不動産時計）」として、世界各都市の不動産の賃料を時計に見立て、「賃料下落」、「賃料底打ち」、「賃料上昇の加速」、「賃料上昇の減速」のどのステージにあるのかまとめている。プライムオフィスビル（その都市で最もグレードの高いビル）をみると、世界のオフィスビルの賃料は、「賃料上昇の加速」局面にある都市が多い。東京も「賃料上昇加速」局面にある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



Prime Offices – Rental Clock

出所：ジョーンズラングラサール社より SR 社作成

参入障壁

参入障壁はさほど高いとはいえない。ただし、金商法施行により以前よりハードルが上がった。また、投資家は長年の投資実績や信用力などを踏まえて資金提供を行う傾向があるため、仮に新規参入したとしても、既存企業に対抗していくのは容易ではない。

競合環境

競争は基本的に激しい。ただし、各社それぞれに主要顧客投資層に対するサービスとそれに伴う物件取得方針などの点で特徴がある。

プレイヤーは、三井不動産株式会社（東証 1 部 8801）、三菱地所株式会社（東証 1 部 8802）などのいわゆる「財閥系」、ローン・スター・ファンド等の「外資系」、同社のような「独立系」に大別される。

一般的に「財閥系」の強みは、信用力の高さや国内市場における実績であり、主要顧客投資層は大手年金基金や政府系基金等である。また、「外資系」の強みはグローバルな情報ネットワークであり、主要顧客投資家層は海外大手機関投資家等である。リーマン・ショックの前後でプレイヤーは変わったが、こうした「外資系」の特性は不変と思われる。対する「独立系」はサービス展開の柔軟性や機動性が強みであり、主要顧客投資家層は国内外機関投資家等となる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社のような「独立系」と「財閥系」の大きな差異は主要顧客投資層にあり、「財閥系」には海外の投資家が少ない。一方、「独立系」には海外の投資家が多い傾向がある。また、その一因は、サービス展開の柔軟性、機動性の差にあるともいえよう。

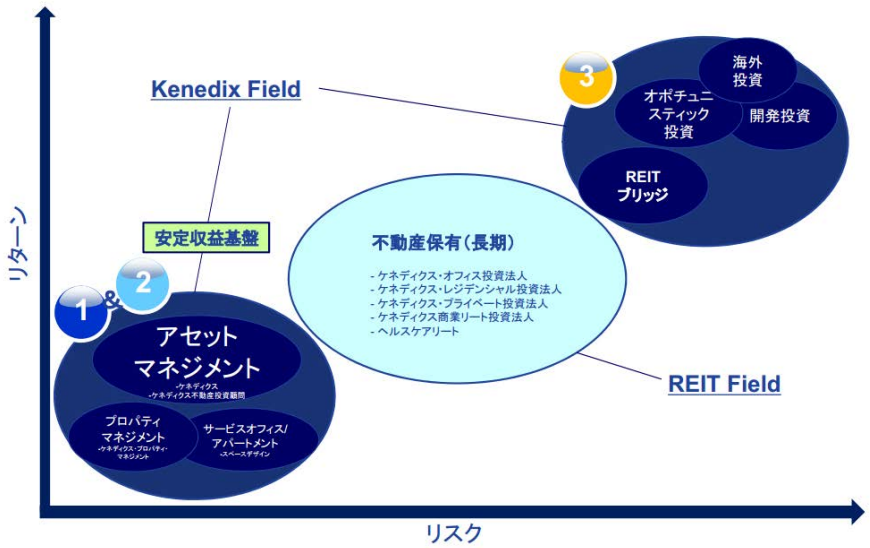
「独立系」と「外資系」の相違点は、日本の不動産市場というローカル市場のスペシャリストかグローバルな情報ネットワークを有するかという点にある。従って、顧客投資層が各国のスペシャリストに依頼したい場合には「独立系」を選択することになり、グローバル運用を一任したいということであれば「外資系」を選択することになろう。

同社は、「独立系」でリーマン・ショックを生き伸びた数少ない会社の一つである。従って、上記「独立系」が得意とするケースにおいて、残存者メリットを享受し得る立場にあるといえよう。

経営戦略

同社は、基本的には同社自身で不動産は保有しないで、運用するファンドで不動産を保有するというケネディクスモデルでの成長を目指すことを示している。

ケネディクスの事業領域



出所：同社資料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社の関わるビジネスをリスクリターンで分類し、同社は、ローリスクローリターンのアセットマネジメント、プロパティ・マネジメント、サービスオフィス/アパートメント、高リスク高リターンの不動産投資ビジネスを同社が担うビジネス領域であると考えている。一方、ミドルリスク・ミドルリターンの不動産保有（長期）に関しては、基本的に REIT や私募ファンドに委ねる方針である。

アセットマネジメント事業、および不動産関連事業（プロパティ・マネジメント、サービスオフィス/アパートメント）は安定収益基盤と捉えて、これらの事業の収益から販管費を除いても利益を出す体制を構築する方針である。

不動産投資では、REIT よりリスクリターンの高い分野に対し、自己資本のリサイクル投資を行い、高い収益の獲得を目指す。ただし、投資手法は顧客との共同投資を主体とする。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の業績

2015 年 12 月期第 1 四半期実績

中期経営計画に基づき、住宅や商業施設、ヘルスケア施設への新規投資を進めるとともに、これらの物件のアセットマネジメント業務を受託すること等により、受託資産を拡充した。また、2014 年 12 月期決算において、7 年ぶりに配当を再開した。

受託資産

2015 年 2 月に商業施設特化型 REIT であるケネディクス商業リート投資法人が上場したことにより、同社子会社であるケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用する REIT は、オフィス、住宅、私募に続く 4 つ目を数えることとなった。住宅 REIT と私募 REIT においても、当該連結会計期間に物件取得を伴う増資を実行し、投資家に対して、投資機会の提供を行った。この他、ヘルスケア REIT 上場に向けた準備も進展するなど、受託資産の拡充とともに多様化を図ることで、安定したフィービジネスの収益基盤を強化した。

この結果、当第 1 四半期末における受託資産（AUM）の総額は 1 兆 5,664 億円（前期末比 857 億円純増となった。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 3,481 億円（同 622 億円減）、REIT（メインスポンサー）が 6,633 億円（同 1,344 億円増）、ベース AUM が 1 兆 115 億円（同 722 億円増）となった。不動産市況の好転により、私募ファンドの解約、売却が増加した一方、既存 REIT において、2014 年から 2015 年の増資で得た調達資金による物件の取得が進んだことから、受託資産残高が増加した。また、2015 年 2 月に商業施設特化型 REIT であるケネディクス商業リート投資法人が受託資産 808 億円で運用を開始した。

新規不動産投資

第 1 四半期において、REIT 向けブリッジファンド投資、ローン/CMBS 等、ブリッジ（コア）など約 221 億円の自己資金（エクイティ）による不動産関連投資を行った。LTV（loan to value）は 77.3%であった。

新規投資に関して、2015 年 12 月期会社予想において、新規投資を 350 億円、うち不動産関連投資を 320 億円と計画していたが、2015 年 5 月末時点で累計約 336 億円の投資枠が消化される見込みとなった。そのため、同社は 2015 年 5 月に累計上限額を 450 億円、うち不動産関連投資を 390 億円に変更した。なお、新規投資の上限拡大に際して、引き続き実行済み投資案件からの回収見込み額の範囲内で再投資を行うリサイクル投資を基本方針としている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産関連投資の内訳

第 1 四半期における不動産関連投資額は約 211 億円（2014 年 12 月期は約 295 億円）であった。投資対象の構成比率は、オフィスビル 9%（2014 年 12 月期は 52%）、商業施設 7%（同 21%）、賃貸住宅 61%（同 12%）、ホテル 4%（同 8%）、ヘルスケア 19%（同 4%）であった。投資タイプの内訳は、ブリッジ（REIT）39%（同 76%）、オポチュニスティック投資 0%（17%）、ローン/CMBS 等 34%（4%）、ブリッジ（コア）28%（同 3%）であった。また、想定投資期間は 1 年以下が中心で、加重平均投資期間は 1.1 年（同 1.7 年）であった。

2014 年の投資と比較して、投資タイプでは、ブリッジ（コア）の構成比が上昇し、オポチュニスティック投資の構成比率がゼロになった。同社によれば、2012 年 12 月期時点では、同社の顧客は海外投資家が中心であったが、2015 年 5 月現在では、国内の機関投資家、海外富裕層などに多様化しており、顧客の要望に応じてブリッジ（コア）の構成比率が上昇したという。

セグメント情報

収益面では、営業収益は 8,307 百万円（前年同期比 61.6%増）、営業利益は 4,219 百万円（同 88.3%増）となった。

アセットマネジメント事業

営業収益 3,643 百万円（前年同期比 38.8%増）、営業利益 2,911 百万円（同 45.0%増）

アセットマネジメントフィーが、受託資産の増加によって安定して推移したほか、資産の取得時において受領するアクイジションフィーが、既存リート及びケネディクス商業リート投資法人の物件取得に伴い増加した。

不動産管理事業

営業収益 330 百万円（前年同期比 73.1%増）、営業利益 44 百万円（同 35.8%減）

前期に設立したケネディクス・プロパティ・マネジメントの収益が寄与したものの、経費等の増加もあり、増収増益となった。

不動産運営事業

営業収益 839 百万円（前年同期比 17.6%増）、営業損失 90 百万円（前年同期は 90 百万円の営業損失）

運営物件の増加によりマスターリース賃料収入は伸長したものの、一部の物件で想定稼働率に届かないものがあったことから、増収減益となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業
営業収益 3,850 百万円（前年同期比 95.4%増）、営業利益 1,799 百万円（同 146.5%増）

棚卸資産の売却益や、顧客投資家との共同投資から生じた匿名組合分配益、さらに連結対象不動産からの賃貸事業収入が増加した。

経常利益及び当期純利益

経常利益 3,824 百万円（前年同期比 92.3%増）となった。税金等調整前四半期純利益は固定資産売却益 3,748 百万円などの特別損益により、7,595 百万円（同 99.7%増）となった。四半期純利益は 6,304 百万円（同 90.4%増）となった。

貸借対照表等

連結対象不動産
第 1 四半期にリート向けブリッジを中心に連結対象不動産を約 70,800 百万円売却した。一方、新規の連結対象不動産取得は約 57,600 百万円となった。

その結果、第 1 四半期の棚卸資産は 2014 年 12 月期末と比較し、12,114 百万円減少し、ゼロになった。固定資産は 1,340 百万円減少し、120,245 百万円となった。

有利子負債
財務面については、ファンドの新規組成と物件売却をバランス良く進めたことにより、2014 年 12 月期末と比較し、連結ベースの有利子負債が 1,362 百万円減少し、有利子負債の総資産に対する比率も 52.5%から 51.1%に低下した。

有利子負債の内訳として、コーポレートローンは同 7,559 百万円増加し 31,286 百万円、ノンリコースローンは同 8,922 百万円減少し 73,966 百万円となった。

第 1 四半期に既存コーポレートローン 10,900 百万円の返済資金及びアセットマネジメント事業の運転資金等を資金使途として、12 の銀行から借入期間 3～7 年のコーポレートローン 20,000 百万円の借入れを行った。同社によれば、コーポレートローンは 30,000 百万円程度の水準で推移する見込みで、有利子負債はノンリコースローンが中心になるという。

2014 年 12 月期通期実績

2014 年 12 月期において、同社は、既存の連結対象物件等の売却を進めるとともに、その売却資金や 2013 年 12 月期の増資によって調達した資金を用いて新たな投資を行うなど、今後

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

の成長に資する活動を行った。

受託資産

ケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用するオフィス REIT 及び住宅 REIT において増資を行い、その調達資金で新たな物件を取得したほか、2014 年 3 月に私募 REIT であるケネディクス・プライベート投資法人が運用を開始した。また、プレミア投資法人を運用するプレミア・リート・アドバイザーズ株式会社の株式を取得して、同社の関係会社とした。さらに、商業施設特化型及びシニアヘルスケア特化型 J-REIT の設立・上場に向けた準備を開始するなど、受託資産の拡大に資する活動を行った。

これらの結果、2014 年 12 月末の受託資産は 1 兆 4,806 億円（前期末比 2,743 億円純増（6,254 億円の増加、3,511 億円の減少））となった。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 4,103 億円（同 860 億円減）、REIT が 9,377 億円（同 3,247 億円増）、連結対象不動産が 1,325 億円（同 355 億円増）となった。不動産市況の好転により、私募ファンドの解約、売却が増加した一方、既存 REIT の受託資産残高が増加した。また、2014 年 10 月 30 日に同社が、プレミア投資法人の資産運用会社であるプレミア・リート・アドバイザーズ株式会社の発行済み株式の 30%を取得したことで、プレミア投資法人の受託資産（2015 年 1 月時点、2,358 億円）が加わった。

新規投資

2014 年 12 月期は、不動産関連投資として、REIT 向けブリッジファンド投資、オポチュニスティック投資、不動産開発投資などを中心に約 329 億円、REIT 関連投資等、事業関連投資として約 107 億円の新規投資を行った。

不動産関連投資の内訳

2014 年 12 月期における不動産関連投資額（売却済み案件を含む）は約 295 億円であった。投資対象の構成比率は、オフィスビル 52%、商業施設 21%、賃貸住宅 12%、ホテル 8%、ヘルスケア 4%であった。投資スキームによる内訳は、ブリッジファンド 76%、オポチュニスティック投資 20%、ローン/CMBS 等 4%であった。また、加重平均投資期間は 1.7 年であった。

同社によれば、新規投資の投資タイプは、リートビジネスへの関与により、ブリッジファンドが増加した。ケネディクス・プライベート投資法人、ケネディクス・オフィス投資法人（KDO）に提供したオフィスなどのブリッジファンドを顧客投資家と共同に多く設定した。想定投資期間はブリッジファンドであることから、1 年以下の投資が多かったという。

不動産関連投資のリターン

不動産関連投資の残高（月末元本残高の平均）は、2014 年 12 月期下期が 263 億円、2014

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

年 12 月期上期が 188 億円であった。同社が目標とする年 10%の投資収益に対し、それぞれの年換算リターン（12 カ月分配損益/投資平均残高）は、22.2%であった。

セグメント情報

収益面では、営業収益は 26,212 百万円（前期比 16.7%増）、営業総利益は 13,519 百万円（同 22.0%増）、営業利益は 8,147 百万円（同 17.8%増）となった。

アセットマネジメント事業
営業収益 8,654 百万円（前期比 19.6%増）、営業総利益 6,365 百万円（同 11.5%増）、営業利益 4,347 百万円（同 11.5%増）
アセットマネジメントフィーが安定して推移したほか、ファンドの終了時に一定の成果に基づき受領するインセンティブフィーや物件売却に伴うディスポジションフィーが増加した。

不動産投資事業
営業収益 7,712 百万円（前年同期比 17.9%減）、営業総利益 3,069 百万円（同 26.9%増）、営業利益 2,680 百万円（同 28.5%増）
不動産物件売却収入等は減少したものの、不動産売却益のほか、匿名組合分配益及び連結対象物件の増加に伴う賃貸事業利益の増加等により、減収増益となった。

不動産賃貸事業
営業収益 10,852 百万円（前期比 67.6%増）、営業総利益 4,084 百万円（同 38.5%増）、営業利益 2,556 百万円（同 39.8%増）
連結対象物件の増加に伴う賃貸事業損益の増加に加え、連結子会社である株式会社スペースデザインのマスターリース収入や賃料収入が増加したため、前期と比較して、賃貸収入が増加した。

経常利益及び当期純利益

経常利益 6,406 百万円（前期比 31.3%増）となった。税引前当期純利益は固定資産売却益 3,375 百万円、固定資産売却損 3,866 百万円、減損損失 2,206 百万円などの特別損益により、3,930 百万円（同 43.7%増）となった。当期純利益は、4,844 百万円（同 144.0%増）となった。

貸借対照表等

財務面については、ファンドの新規組成を行ったことにより、連結ベースの有利子負債が 2013 年 12 月期末と比較し 40,589 百万円増加し 106,615 百万円となった。内訳として、コーポレートローンは同 13,951 百万円減少し 23,727 百万円、ノンリコースローンは同 54,541 百万円増加し 82,888 百万円となった。有利子負債の総資産に対する比率が 52.5%

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

にとどまるほか、平均借入コストが 2013 年 12 月期の 2.0%から 2014 年 12 月期では 1.4%に低下する等、健全な財務体質の維持と財務コストの削減を実現した。

単体の貸借対照表

単体の貸借対照表は、有利子負債 22,400 百万円（前期比 12,300 百万円減）、純資産 78,200 百万円（同 9,000 百万円増）、総資産 102,800 百万円（同 2,200 百万円減）、単体ベースの自己資本比率は約 75.9%となった。また、エクイティ投資のエクスポージャー約 73,600 百万円は単体の自己資本の範囲内に抑えられている。

2013 年 12 月期通期実績

2013 年 12 月期における不動産及び不動産金融業の業界環境について、活発な物件売買取引が行われた結果、J-REIT 市場での年初来の取得総額は約 2.2 兆円となり、2006 年の 2 兆円弱を上回って過去最高を記録した。また、2013 年 9 月に発表された同年の基準地価（都道府県地価調査）においては、三大都市圏の商業地地価が 5 年ぶりに上昇に転じるなど、大都市を中心とした地価の回復が見受けられた。さらに A クラスオフィスビルを中心として平均空室率の低下や平均月額賃料の反転が見られる等、本格的な市況回復の兆しが見受けられた。

受託資産

中期計画の目標に基づき、ケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用するケネディクス・レジデンシャル投資法人及びケネディクス・オフィス投資法人の公募増資とそれに伴う資産取得、新規私募ファンドの立ち上げ等により、同社の 2013 年 12 月期末の受託資産（AUM）は 1.2 兆円（2012 年 12 月期末は約 1.1 兆円）となった。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 4,963 億円（前期末比 463 億円減）、J-REIT が 6,130 億円（同 1,306 億円増）、自己勘定が 969 億円（同 43 億円増）であった。

セグメント情報

収益面では、営業収益 22,456 百万円（前年比 7.2%増）、営業利益 6,914 百万円（同 18.5%増）となった。セグメント業績は下記の通りである。

アセットマネジメント事業

営業収益 7,233 百万円（前年同期比 0.2%減）、営業利益 3,900 百万円（同 6.8%減）
アセットマネジメントフィーが安定して推移した。自己勘定保有物件の売却を進めた結果、各ファンドで発生する運用報酬等のグループ間の内部取引が減少し、営業収益が前年同期と比較して減少した。J-REIT の公募増資が期の後半に集中したことから、2013 年 12 月期の受託資産増加による同事業への収益貢献は限定的であった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業
営業収益 9,393 百万円（前年同期比 65.3%増）、営業利益 2,085 百万円（2012 年 12 月期は 782 百万円の損失）
棚卸資産に計上していた自己勘定保有物件の売却益や商業用不動産担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities）の償還益等により、増収増益となった。内訳としてはガソリンスタンドの売却益約 920 百万円、CMBS の償還益約 730 百万円が寄与した。

棚卸資産は、2012 年 12 月末 9,953 百万円から、4,997 百万円増加し、14,950 百万円となった。ガソリンスタンドを約 4,900 百万円売却した一方、ケネディクス・レジデンシャル投資法人との住宅物件共同取得により、棚卸資産は前期末比で増加した。

投資有価証券は、2012 年 12 月末 12,316 百万円から、427 百万円減少し、11,889 百万円となった。2011 年以前に行ったセイムボート出資が減少した。

不動産賃貸事業
営業収益 6,476 百万円（前年比 27.1%減）、営業利益 1,829 百万円（同 42.0%減）
第 4 四半期より株式会社スペースデザインが連結子会社として加わり、マスターリース賃料等新たな収益を計上したが、自己勘定保有物件の売却を引き続き積極的に進め、前年同期と比較して賃貸収入が減少した。

固定資産は、中期計画の売却方針に基づき売却を進めた。一方、TKS 武蔵小杉ビル（8,831 百万円）を棚卸資産から固定資産に振替えたこと、スペースデザイン社の保有物件 7,802 百万円が計上されたことから、2012 年 12 月末 80,760 百万円から、354 百万円増加し、81,114 百万円となった。固定資産売却を進めたことによる含み損の実現、不動産市況の回復、などにより固定資産の含み損は 2012 年 12 月末 7,764 百万円から、4,756 百万円減少し、3,008 百万円となった。

経常利益及び当期純利益

支払利息の減少により営業外収支が改善し、経常利益は前期比 109.5%増の 4,878 百万円となった。特別損失が大きく改善したことから当期純利益は黒字転換し、1,985 百万円（前年同期は当期純損失 10,128 百万円）となった。

貸借対照表等

財務面については、借入金を返済し、支払利息を減少させる等、財務コストの削減及び財務体質の強化を進めた。

2013 年 12 月末の有利子負債残高は 66,024 百万円（2012 年 12 月末比 2,404 百万円増。スペースデザイン社の子会社に伴うコーポレートローン約 3,200 百万円増加を含むため、実

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

質的には約 800 百万円の減少）となった。ノンリコースローンが、前期末比 6,707 百万円増の 28,347 百万円となった。一方、コーポレートローンは同 4,304 百万円減の 37,678 百万円となった。

有利子負債の平均利率は前期比 0.56 ポイント低下の 1.99%となった。有利子負債減少と平均利率の低下により、支払利息は 1,561 百万円（前期比 1,221 百万円減）となった。

2013 年 12 月末の純資産は、公募増資 17,830 百万円の結果、74,341 百万円（2012 年 12 月末は 56,071 百万円）に増加し、自己資本比率 50.1%（同 44.4%）、DE レシオ 0.93 倍（同 1.25 倍）となった。

共同投資等の内訳

共同投資等に関しては、アセットクラス、投資スキーム、投資期間、リスク・リターンプロファイルについて分散を図ることとしている。2012 年 7 月から 2014 年 2 月までの投資総額は約 191 億円であった。投資対象の構成比率は、オフィスビル 67.1%、ホテル 19.8%、賃貸住宅 7.8%、商業施設 3.7%であった。投資スキームによる内訳は、ローン/CMBS 等 63.2%、開発案件 10.5%、ブリッジファンド 7.0%、オポチュニスティック投資 19.3%であった。また、想定投資期間は 1 年以下が 46.3%、1 年超 2 年以下 10.9%、2 年超 3 年以下 10.0%、3 年超 32.9%で、加重平均期間は 1.64 年であった。

2012 年 12 月期通期実績

2012 年 12 月期の実績は、営業収益 20,957 百万円（前年比 7.5%増）、営業利益 5,837 百万円（同 15.8%減）、経常利益 2,328 百万円（同 5.5%減）、当期純損失 10,128 百万円（2011 年 12 月期は当期純利益 1,313 百万円）となった。

J-REIT 市場では 4 年半ぶりの上場となるケネディクス・レジデンシャル投資法人（東証 1 部 3278）の上場を実現したほか、同社としては過去最大の受託案件となる千代田区内幸町所在のオフィスビル（旧新生銀行本店ビル）や、流通形態の変化により需要が高まっている物流施設の開発案件を新規受託するなどの受託資産残高（AUM）の増加があった。一方で、自己保有不動産の売却等や私募ファンド等による売却が進んだこと、更生会社パシフィックホールディングス株式会社等の会社更生手続き完了に伴う支援の終了等もあったため、2012 年 12 月末のアセットマネジメント受託残高は 1 兆 1,177 億円（2011 年 12 月末比 63 億円増、0.6%増）となった。

不動産保有目的のために設立された連結子会社に対する匿名組合出資持分を譲渡し、3,827 百万円を関係会社整理損に計上したこと、自己勘定保有物件について 3,223 百万円の減損損

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

失として計上したこと、不動産を担保とした特定社債等について投資有価証券評価損 2,634 百万円を計上したことなどから、合計 12,386 百万円を特別損失に計上した。

同社は上記のようにバランスシートのスリム化を図っているが、結果として、総資産は 2011 年 12 月末と比較し、64,155 百万円減少し、126,270 百万円となった。また、有利子負債は、2011 年 12 月末と比較し、46,144 百万円減少の 63,623 百万円（うちノンリコースローンは 2011 年 12 月末比 38,804 百万円減少の 21,640 百万円）となった。自己資本比率は、当期純損失の発生があったものの 40.2%と 2011 年 12 月末の 32.0%から改善した格好だ。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書 （百万円）	07年12月期 連結	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結	15年12月期 会社予想
営業収益	**138,025**	**137,431**	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**	**26,212**	**21,600**
前年比	410.4%	-0.4%	-43.4%	-50.4%	-49.5%	7.5%	7.2%	16.7%	-17.6%
営業原価	101,476	115,018	64,316	27,177	8,876	11,556	11,378	12,693	8,100
営業総利益	**36,549**	**22,413**	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**	**13,519**	**13,500**
前年比	63.3%	-38.7%	-39.7%	-15.6%	-7.0%	-11.4%	17.8%	22.0%	-0.1%
売上総利益率	26.5%	16.3%	17.4%	29.6%	54.4%	44.9%	49.3%	51.6%	62.5%
販売費及び一般管理費	5,686	6,145	5,080	4,080	3,678	3,563	4,162	5,371	6,000
売上高販管費比率	4.1%	4.5%	6.5%	10.6%	18.9%	17.0%	18.5%	20.5%	27.8%
営業利益	**30,863**	**16,267**	**8,433**	**7,331**	**6,931**	**5,837**	**6,914**	**8,147**	**7,500**
前年比	65.6%	-47.3%	-48.2%	-13.1%	-5.5%	-15.8%	18.5%	17.8%	-7.9%
営業利益率	22.4%	11.8%	10.8%	19.0%	35.6%	27.9%	30.8%	31.1%	34.7%
営業外収益	1519	446	312	692	711	259	275	697	
営業外費用	6,261	11,397	8,521	5,821	5,177	3,768	2,312	2,438	
支払利息	3,320	5,758	4,233	4,543	3,929	2,782	1,561	1,541	
経常利益	**26,120**	**5,316**	**225**	**2,202**	**2,464**	**2,328**	**4,878**	**6,406**	**6,700**
前年比	58.7%	-79.6%	-95.8%	878.7%	11.9%	-5.5%	109.5%	31.3%	4.6%
経常利益率	18.9%	3.9%	0.3%	5.7%	12.6%	11.1%	21.7%	24.4%	31.0%
特別利益	141	1,160	249	75	537	925	146	3,669	
特別損失	0	11,804	17,046	2,667	707	12,386	2,291	6,146	
法人税等	9,807	3,709	1,089	1,662	494	688	718	-1,572	
税率	37.3%	-69.6%	-6.6%	-426.2%	21.5%	-7.5%	26.3%	-40.0%	
当期純利益	**14,662**	**-10,850**	**-18,438**	**-2,542**	**1,313**	**-10,128**	**1,985**	**4,844**	**6,000**
前年比	62.6%	-174.0%	-	-	-	-	-	144.0%	23.9%
利益率	10.6%	-7.9%	-23.7%	-6.6%	6.7%	-48.3%	8.8%	18.5%	27.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2008 年 12 月期

営業収益 137,431 百万円（前年同期比 0.4%減）、営業総利益 22,413 百万円（同 38.7%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 主力の不動産投資事業の営業総利益は17,393百万円（前年同期比34.3%減）となった。賃貸事業収入が11,829百万円（同50.2%増）と増加したが、販売用不動産売却益が12,328百万円（前年同期比33.8%減）と減少した。更に匿名組合出資金売却損6,764百万円を計上した。不動産投資市場及び資金調達環境が大きな影響を受けている中、バランスシートの圧縮及び質の改善を進めていくため、棚卸資産を圧縮する過程において、物件売却や匿名組合出資持分の譲渡に伴う損失が発生した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は2,957百万円（前年同期比30.9%減）となった。受託資産（AUM）の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し、2,611百万円（同17.5%増）となったが、インセンティブフィーが345百万円（同83.2%減）と大きく減少した。

営業総利益の減少により、営業利益は前年同期比 47.3%減の 16,267 百万円となった。支払利息の増加、持分法投資損失 2,523 百万円の計上により、経常利益は前年同期比 79.6%減の 5,316 百万円となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

株式市場の低迷等により、期末時点で保有する有価証券において減損を行う等、118 億円の特別損失を計上した結果、当期純損失 10,850 百万円（前年同期は 14,662 百万円の純利益）となった。

2009 年 12 月期

営業収益 77,831 百万円（前年同期比 43.4%減）、営業総利益 13,515 百万円（同 39.7%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 主力の不動産投資事業の営業総利益は9,962百万円（前年同期比42.7%減）となった。棚卸資産の売却により、賃貸事業収入が6,450百万円（同45.5%減）となった他、販売用不動産売却益が7,382百万円（同40.1%減）と減少した。また、棚卸資産評価損3,870百万円を計上した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は3,144百万円（前年同期比6.3%増）となった。受託資産の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し3,078百万円（同17.9%増）となった。

営業総利益の減少により、営業利益は前年同期比 48.2%減の 8,433 百万円となった。有利子負債の削減による支払利息減少、その他営業外費用の減少があったものの、営業費用外損益は 8,209 百万円の損失であったことから、経常利益は前年同期比 95.8%減の 225 百万円となった。

棚卸資産評価損 12,827 百万円、固定資産売却損 1,456 百万円などの特別損失 17,046 百万円を計上したことで、当期純損失は過去最大の 18,438 百万円（前年同期は 10,850 百万円の純損失）となった。

2010 年 12 月期

営業収益 38,589 百万円（前年同期比 50.4%減）、営業総利益 10,609 百万円（同 7.0%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 不動産投資事業の営業総利益は7,184百万円（前年同期比27.9%減）となった。賃貸事業収入が5,881百万円（同8.8%減）となった他、販売用不動産売却益が1,921百万円（同74.0%減）なった。また、棚卸資産評価損596百万円を計上した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は3,531百万円（前年同期比12.3%増）となった。受託資産（AUM）の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し3,446百万円（同12.0%増）となった。

のれん償却額の減少により、販売費及び一般管理費が減少し、営業利益の減少額は営業総利

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

益の減少額を下回り、営業利益は前年同期比 13.1%減の 7,331 百万円となった。

持分法投資損失の縮小により、営業外損益は 5,129 百万円の損失となり、経常利益は 2,202 百万円（同 877.2%増）と大幅に改善した。

前期の一時的な棚卸資産や固定資産売却損などの特別損失 17,046 百万円の計上に対し、特別損失は 2,667 百万円と大きく減少し、当期純損失は 2,542 百万円（前年同期は 18,438 百万円の純損失）となった。

2011 年 12 月期

営業収益 19,486 百万円（前年同期比 49.5%減）、営業総利益 10,609 百万円（同 7.0%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 不動産投資事業の営業総利益は1,895百万円（前年同期比38.1%減）となった。賃貸事業収入が1,608百万円（同30.6%減）となった他、不動産売却益が378百万円（同80.3%減）となった。

- 不動産賃貸事業の営業総利益は4,145百万円（前年同期比17.0%増）となった。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は4,568百万円（前年同期比5.0%減）となった。前年同期にオーストラリア証券取引所に上場する不動産投資信託の私募ファンド化に伴うパフォーマンスフィーの計上があったことや、受託資産（AUM）の減少が一時的にあったこと等に伴い、管理報酬であるアセットマネジメントフィーを中心にフィー収入が前年同期と比較して減少した。その結果、アクイジションフィー405百万円（同34.6%減）、アセットマネジメントフィー3,130百万円（同9.0%減）、インセンティブフィー153百万円（同47.6%減）となった。

販売費及び一般管理費の減少額を営業総利益の減少額が上回ったことから、営業利益は 5.5%減少の 6,931 百万円となった。

持分法投資損失が増加したものの、支払利息の減少等により、営業外損益が改善し、経常利益は前年同期比 11.9%増の 2,464 百万円となった。

前期の一時的な減損損失や関係会社整理損などの特別損失 2,667 百万円の計上に対し、特別損失は 707 百万円に減少し、当期純利益は 1,313 百万円（前年同期は 2,542 百万円の純損失）を計上した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
営業収益（期初予想）	108,400	44,900	21,900	17,300	16,800	21,000
営業収益（実績）	77,831	38,589	19,486	20,957	22,456	26,212
期初会予と実績の格差	**-28.2%**	**-14.1%**	**-11.0%**	**21.1%**	**33.7%**	**24.8%**
営業利益（期初予想）	18,000	8,600	7,600	6,700	4,550	5,200
営業利益（実績）	8,433	7,331	6,931	5,837	6,914	8,147
期初会予と実績の格差	**-53.2%**	**-14.8%**	**-8.8%**	**-12.9%**	**52.0%**	**56.7%**
経常利益（期初予想）	13,200	3,300	3,700	3,400	2,900	4,100
経常利益（実績）	225	2,202	2,464	2,328	4,878	6,406
期初会予と実績の格差	**-98.3%**	**-33.3%**	**-33.4%**	**-31.5%**	**68.2%**	**56.2%**
当期利益（期初予想）	200	400	2,000	1,700	1,000	3,000
当期利益（実績）	-18,438	-2,542	1,313	-10,128	1,985	4,844
期初会予と実績の格差	**-9319.0%**	**-735.5%**	**-34.4%**	**-695.8%**	**98.5%**	**61.5%**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2009 年 12 月期は、自己勘定で保有する不動産を外部売却する際の収益が、期初会社予想の想定を下回ったこと、想定していた私募ファンドの組成が 2010 年 12 月期以降にずれ込んだこと、棚卸資産の評価損計上などにより、会社予想を下方修正した。

2010 年 12 月期は、不動産売却収益が期初会社予想の想定を下回ったこと、バランスシートのスリム化を進めるうえで、固定資産の譲渡に伴う損失が発生することとなったことから、会社予想を下方修正した。

2012 年 12 月期は、ノンリコースローンの期限到来に際し、裏付け不動産の売却を行った。保有資産の売却により、賃料収入が減少したことに加え、棚卸資産の評価損計上により、期初会社予想の営業利益も下方修正した。また、保有不動産売却等に伴う損失を特別損失として計上した。

2013 年 12 月期は、ノンリコースローンの期限到来に際し、裏付け不動産の売却を行った。保有資産の売却により、賃料収入が減少したことに加え、棚卸資産の評価損計上により、期初会社予想の営業利益も下方修正した。また、保有不動産売却等に伴う損失を特別損失として計上した。

2014 年 12 月期は、不動産投資事業において、不動産市場の回復による期初想定以上の売却益を確保できる見込みとなったほか、不動産賃貸事業において、資産取得にともない、連結資産が拡大したことから、期初会社予想を上方修正した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表分析

貸借対照表（百万円）	07年12月期 連結	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
資産								
現金・預金	39,369	11,872	18,291	10,913	7,706	13,813	25,795	28,546
信託預金	6,966	8,958	4,916	3,327	2,375	827	1,103	3,290
たな卸資産	243,895	209,255	66,370	43,006	15,306	9,953	14,950	12,114
販売用不動産			63,909	43,006	15,306	9,953	14,950	12,114
仕掛販売用不動産			2,461					
その他	17,536	14,956	8,959	8,793	7,149	4,770	9,018	9,928
流動資産合計	**307,766**	**245,041**	**98,536**	**62,712**	**30,161**	**28,536**	**49,763**	**50,588**
建物	143	147	45,131	48,716	57,245	29,842	31,089	37,618
減価償却累計額	-34	-49	-877	-1,828	-2,587	-2,686	-2,680	-2,489
土地			53,461	71,511	82,927	53,721	49,941	83,050
その他の固定資産	153	166	530	534	241	157	309	961
減価償却累計額	-59	-79	-101	-103	-120	-98	-74	-69
有形固定資産合計	**203**	**184**	**98,143**	**118,830**	**137,707**	**80,937**	**78,586**	**119,071**
投資有価証券	25,131	23,646	19,047	19,442	16,524	12,316	11,889	22,387
出資金	188	320	300	429	422	360	461	485
長期貸付金	1,920	1,153	869	672	548	548	548	803
投資その他の資産合計	**29,566**	**26,412**	**21,647**	**24,626**	**22,391**	**16,625**	**16,710**	**29,775**
のれん		1,490	236		117	105	412	870
その他		20	38	59	48	65	63	105
無形固定資産合計	**973**	**1,510**	**275**	**59**	**165**	**170**	**3,338**	**3,832**
固定資産合計	**30,743**	**28,108**	**120,066**	**143,515**	**160,264**	**97,733**	**98,635**	**152,679**
資産合計	**338,509**	**273,149**	**218,603**	**206,228**	**190,426**	**126,270**	**148,398**	**203,268**
負債								
営業未収金	477	554	436	348	492	134	594	625
短期有利子負債	87,467	89,387	83,954	30,543	38,910	18,763	10,771	13,365
その他	18,453	11,641	7,098	5,617	2,263	1,958	1,888	4,277
流動負債合計	**106,397**	**101,582**	**91,488**	**36,508**	**41,665**	**20,855**	**13,253**	**18,267**
長期有利子負債	150,801	113,417	69,082	93,081	70,856	44,857	55,252	93,247
その他	822	592	3,506	5,490	6,468	4,486	5,551	6,402
固定負債合計	**151,623**	**114,009**	**72,588**	**98,571**	**77,324**	**49,343**	**60,803**	**99,649**
負債合計	**258,020**	**215,591**	**164,077**	**135,080**	**118,990**	**70,199**	**74,056**	**117,916**
純資産								
資本金	14,546	14,591	23,787	31,322	31,322	31,322	40,237	40,237
資本剰余金	14,805	14,850	24,046	31,581	31,581	31,581	40,496	28,782
利益剰余金	30,821	18,439	5	-2,594	-1,289	-11,593	-9,605	6,967
少数株主持分	19,652	10,819	7,784	11,080	10,518	5,247	3,028	8,035
純資産合計	**80,488**	**57,558**	**54,525**	**71,147**	**71,435**	**56,071**	**74,341**	**85,351**
運転資金	243,418	208,701	65,934	42,658	14,814	9,819	14,356	11,489
有利子負債合計	238,268	202,804	153,036	123,624	109,766	63,620	66,023	106,615
コーポレートローン	117,902	124,276	84,617	53,860	49,322	41,980	37,676	23,727
ノンリコースローン	120,366	78,528	68,419	69,764	60,444	21,640	28,347	82,888
ネット・デット	198,899	190,932	134,745	112,711	102,060	49,807	40,228	78,069

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

リーマン・ショック後の同社

リーマン・ショック直前の 2008 年 6 月、同社の総資産は 433,886 百万円、有利子負債は 312,610 百万円と過去最高に膨れ上がった。レバレッジをかけた自己勘定での投資拡大やファンド及び J-REIT 組成を視野に入れた物件の一時的な保有が背景と推測される。

その後、リーマン・ショック後に同業他社が資金繰りに窮し、倒産を余儀なくされるなか、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、物件売却による有利子負債削減、リファイナンスを進めるとともに公募増資も実行、危機を乗り切った。

物件売却を進めることができた理由の一つとして、相対的に保守的な物件の取得基準があるとSR社は考える。例えば、2006年12月期を振り返ると、同社の受託資産（AUM）増加に占める入札比率は約2%で、大半が相対取引であったという。入札自体には同社も参加していたことから、他社よりも高いキャップレート（期待利回り）を望んだがゆえに、落札できなかったことを示唆していよう。また、前述したように私募ファンドの大半が「セパレート・アカウント」のため、「分散化」が働きやすいという側面もあったと考えられる。同業他社の中には、「1兆円ファンド」で名を馳せた企業もあった。

同社は、リファイナンスを進めることができた要因について、従来から取引先金融機関と良好な関係構築に努め、厳しい環境下でもサポートを得ることができた点を指摘している。外部から定量的に分析するのが難しい点ではあるが、市況混乱下でローンリファイナンスを行えた事実はそのことを裏付けているといえよう。実際、2009年に不動産市場が凍りついた状況で、同社は銀行と協議を重ね、ノンリコースローン（責任財産からのキャッシュフローのみを返済原資とし、借り手は債務の返済責任を負わない借入）について緊急的なリファイナンスを行っている。

有利子負債の返済動向

同社はリーマン・ショック以降、自己勘定で有する物件（棚卸資産、固定資産）の売却を進め、有利子負債を削減してきた。有利子負債は2008年12月期中間期の312,610百万円から2013年12月期には66,025百万円まで縮小し、デット・エクイティレシオ（分子：有利子負債、分母：自己資本）は、同期間に4.89倍から0.93倍へと改善した。2014年12月期には、ファンドの新規組成を行ったことにより、連結ベースの有利子負債が2013年12月期末と比較し40,589百万円増加し106,615百万円となった。ただし、デット・エクイティレシオは、1.38倍に留められている。

また、同期間において、有利子負債の中身もコーポレートローンを減少させ、ノンリコースローンを増加させた。コーポレートローンは2018年12月期中間期の177,651百万円から2014年12月期には23,727百万円に減少した。

保有資産の概要

2014年12月末時点で保有する連結対象不動産は、棚卸資産12,114百万円、固定資産121,585百万円となる。

固定資産は、オフィスを中心に、賃貸マンション、商業施設等で構成され、ネットの含み益は3,200百万円（内訳は含み益6,100百万円、含み損2,800百万円）である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業の資産計上基準

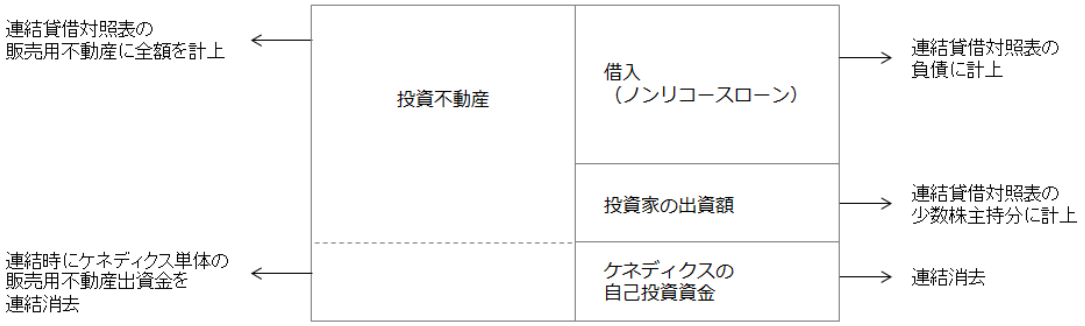
不動産投資事業において、取得した資産は、貸借対照表では棚卸資産（販売用不動産）または投資有価証券に計上される。棚卸資産と投資有価証券のいずれに計上するかに関しては、匿名組合の出資比率によって異なる。

SPC（Specific Purpose Company、特別目的会社）への出資比率 40%超の場合

同社の会計基準では、同社グループでアセットマネジメントを受託している SPC で、かつ、SPC への出資比率が 40%を越える場合には、当該 SPC を同社の連結対象とし、SPC の全ての財産及び損益は、連結財務諸表に含める。SPC の資産は連結貸借対照表の借方に棚卸資産（販売用不動産）として計上される。SPC の借入金はそのまま連結貸借対照表の借入金に、同社グループ以外の投資家の SPC への出資金は、同社の連結財務諸表では少数株主持分として計上される。同社単体から SPC への出資金は、同社単体の販売用不動産出資金と連結消去される。

連結対象となった同社グループ以外の SPC 出資者への損益分配額は、損益計算書に少数株主損益として計上する。

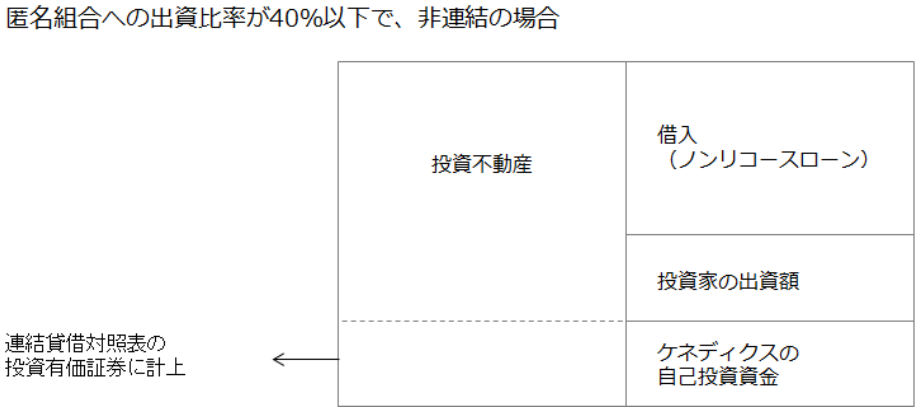
匿名組合への出資比率が40%を超え、連結対象となる場合



SPC への出資比率 40%以下の場合

SPC への出資比率が、40%以下の場合には、原則として連結の対象外となり、SPC の持ち分相当額を投資有価証券として計上する。（但し、グループ REIT 等との共同投資による合計出資比率が 40%を超える場合は、連結対象となる場合がある。）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



投資有価証券には同社の純粋な自己資金の投資額のみが計上されるが、棚卸資産には、同社グループ以外の SPC の出資分、SPC の借入を含め、SPC の不動産投資額が全額、販売用不動産として計上される。この点において、同社の純粋なリスク資産を把握することは困難である。棚卸資産における同社の純粋な投資額は、単体の貸借対照表における販売用不動産出資金と同水準である。

不動産賃貸事業の資産計上基準

不動産賃貸事業の資産は、貸借対照表では固定資産に計上される。同社によれば、固定資産の大部分は、もともとは短期投資目的の物件であり、棚卸資産に計上されていた。2008 年のリーマン・ショック以降、不動産価格が下落したことで、一年以上保有することになった棚卸資産を固定資産に振替えた。2009 年 12 月期に 88,002 百万円、2010 年 12 月期に賃貸マンション 5 物件 4,475 百万円、2011 年 12 月期にはオフィス及び商業施設 25,700 百万円を棚卸資産から振り替え、固定資産とした。

固定資産における匿名組合の連結基準は棚卸資産と同様であり、同社グループがアセットマネジメント業務を受託し、SPC への出資比率が 40%を越える場合には、SPC の全ての財産及び損益は、連結財務諸表に含める。SPC の資産は連結貸借対照表の借方に固定資産として計上される。SPC の借入金は、そのまま連結貸借対照表の借入金、同社グループ以外の投資家の SPC への出資金は少数株主持分として計上される。同社単体から SPC への出資金は、同社単体のその他関係会社有価証券（匿名組合出資金、特定目的会社に対する優先・劣後出資等を含む）と連結消去される。

連結対象となった同社グループ以外の匿名組合員への損益分配額は、損益計算書に少数株主損益として計上する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	07年12月期 連結	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	-48,778	-56,864	54,553	23,737	6,181	10,545	-2,787	9,379
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-35,962	-9,438	-10,980	-15,333	5,674	31,276	8,947	-50,797
FCF (1+2)	**-84,740**	**-66,302**	**43,573**	**8,404**	**11,855**	**41,821**	**6,160**	**-41,418**
財務活動によるキャッシュフロー	91,886	44,094	-37,809	-17,481	-14,461	-37,108	9,036	44,320
減価償却費及びのれん償却費 (A)	-	1,411	2,263	1,447	1,350	1,392	960	1,320
設備投資 (B)	-116	-30	-19,473	-1,641	-1,113	-565	-2,672	-94,279
運転資金増減 (C)	156,932	-34,717	-142,767	-23,276	-27,844	-4,995	4,537	-2,867
単純FCF (NI+A+B-C)	**-142,386**	**25,248**	**107,119**	**20,540**	**29,394**	**-4,306**	**-4,264**	**-85,248**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業活動によるキャッシュフロー

同社の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益に加え、棚卸資産の増減の影響を大きく受ける。2009 年 12 月から 2012 年 12 月期では棚卸資産の減少により、営業活動によるキャッシュフローは資金流入が継続している。一方、同期間において、有利子負債の返済のために、棚卸資産の売却を進めたことから、財務活動によるキャッシュフローがマイナス（キャッシュアウト）を継続した。2013 年 12 月期は棚卸資産の増加により営業活動によるキャッシュフローはマイナスとなったが、2014 年 11 月期は 4,844 百万円の当期純利益を確保したことに加え、棚卸資産の減少により営業活動によるキャッシュフローはプラスとなった。

営業活動によるキャッシュフロー（百万円）	07年12月期 連結	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結	14年12月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー	-48,778	-56,864	54,553	23,737	6,181	10,545	-2,787	9,379
棚卸資産の増減	-63,679	-48,973	54,759	18,188	1,984	5,353	-10,691	5,085

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは、固定資産の増減が大きく影響する。リーマン・ショック後の 2009 年 12 月期、2010 年 12 月期において固定資産の取得により、投資活動によるキャッシュフローはマイナスとなった。

2011 年 12 月から 2013 年 12 月期は、固定資産の売却を進め、投資活動によるキャッシュフローはプラスを継続した。特に、2012 年 12 月期には、期中に返済期限が到来する有利子負債 38,870 百万円に対応するため、固定資産を売却の売却を進め、投資活動によるキャッシュフローは 31,276 百万円のプラスとなった。

2014 年 12 月期は、エクイティ投資を進めたことから、有形固定資産の取得による支出が

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

94,149 百万円となった。その結果、過去に取得した採算性の低い固定資産の売却を進めたことにより、有形固定資産の売却による収入が 49,779 百万円となったが、投資活動によるキャッシュフローは 50,797 百万円のマイナスとなった。

財務活動によるキャッシュフロー

財務活動によるキャッシュフローは、有利子負債の増減影響を大きく受ける。同社は 2008 年 12 月期以前は、レバレッジをかけて自己勘定投資を進めたことで、財務活動によるキャッシュフローはプラスが続いた。2009 年 12 月期から 2012 年 12 月期は、バランスシートの圧縮、有利子負債の返済が進められ、マイナスが継続した。

2014 年 12 月期は、エクイティ投資の増加に伴い、ノンリコース借入れによる収入、ノンリコース社債の発行による収入が増加し、財務活動によるキャッシュフローは 44,320 百万円のプラスとなった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

用語集

ファンド形式

- 私募ファンド：J-REITは、長期安定運用を目指し、都心部の大型オフィスビルなどを投資対象とするが、多くの私募ファンドが対象とするのはJ-REITと競合しない物件タイプや独自の取得ルートで獲得する不動産である。主に東京都内のマンションや中小規模のオフィスビル、商業ビルなどに投資を行う。

不動産に投資する私募ファンドの多くは、少数の投資家とファンド組成者による共同投資事業的な側面が強く、パートナーシップ型の不動産ファンドともいえる。平均的なファンドの資産規模は 10 億円から 100 億円程度で、想定する投資期間は、長くても 3 年から 5 年程度で、当初の運用期間を延長する場合を除き、運用期間中に全ての保有物件を売却し、投資家に還元する。ファンド組成者からの倒産隔離のため、特別目的会社が営業者となり、ファンド組成者自ら、もしくはその子会社が資産を運用する。

最終的なキャピタル･ゲインを考慮した出資者の期待利回りは年 10～20%程度（IRR ベース）を目標とする。目標利回りの実現のためにレバレッジを効かせることが一般的である。金融機関から投資総額の 50～70%程度のノンリコース･ローンを調達して、残りを投資家が出資する。このとき、投資家とのリスク共有のため、ファンド組成者が出資金の一部を出資して信用補完を行うことが多い。

上場市場で日々取引される J-REIT と異なり、私募ファンドは上場市場がなく、流動性は J-REIT に劣る。一定期間を経過した段階で不動産を処分･換金して投資家に収益を分配する必要がある。そのため、出口戦略が重要である。私募ファンドの運用物件もしくはファンド自体の出口としては、他の投資家や私募ファンドに売却、J-REIT に売却、自己利用目的の個人や事業法人などに売却が想定される。物件価値を高めた後に売却するため、キャピタル･ゲインを狙う投資家への売却は難しい。J-REIT や個人のようにインカム･ゲインを目的として長期保有する投資家、最終利用者が主な売却先である。

証券化スキーム

- SPC（Special Purpose Company、特別目的会社）：限定された特別な目的のために設立される会社のこと。不動産証券化において、倒産隔離と二重課税回避の目的で設立される。SPCに用いられる形態としては、合同会社、特定目的会社がある。

- 合同会社+匿名組合（GK-TK）：匿名組合は、商法に規定される組合契約の一形態。匿名組合員が営業者に出資をし、その経営を営業者に委ね、組合員はその利益配分を受け

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

取る契約。不動産証券化において、SPCに合同会社を利用した場合に、匿名組合が併せて利用される。GK-TKスキームでは、現物不動産をそのまま取得すると不動産特定共同事業法の適用対象となり、手続きや費用がかかる。そのため、現物不動産ではなく、不動産信託受益権に投資を行う。

- 特定目的会社（TMK：Tokutei Mokuteki Kaisya）：資産流動化法に基づいて設立される会社。企業が保有する債権や不動産などの資産を譲り受けて証券化するなど、特定の目的のために設立される。資産流動化計画を財務局に届け、その計画にそって不動産を運用しなければならないが、不動産信託を利用せずに現物不動産を投資対象にできる。

運用スタイル

- コア：優良な物件に対して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行うこと。
- オポチュニスティック投資：主として、収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し、価値を高めた上で売却することでキャピタルゲインの獲得を目指す。投資対象の一部に開発型案件を含む。
- ブリッジファンド：投資対象物件をそのままJ-REITの投資法人に対して譲渡するタイプのファンドのこと。

不動産評価指標

- IRR：当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率のこと。投資に対する収益性を表す指標として用いられる。
- NOI（Net Operating Income）：NOI（Net Operating Income：償却前営業利益）は、不動産のもつ収益力を最も客観的に表す利益指標だと考えられている。不動産投資物件のNOIは、「NOI＝年間賃料－不動産管理コスト」で計算される。
- キャップレート：「キャップレート＝無リスク資産の期待収益率＋投資物件のリスクプレミアム」である。投資物件のリスクプレミアムとは、その物件固有の投資リスクに応じた期待収益で、安全確実な投資対象ほど低くなる。不動産の場合には、金融資産、特に国債等の債券に比べて、流動性（換金性）が劣り個別性が強いといったデメリットがあるので、最も低いものでも、2%から3%程度のリスクプレミアムがある。キャップレートは主にエリア別、アセットタイプ別にその水準が異なるものであり、一般的にはエリアでいえば東京が最も低く、アセットタイプでいえば比較的キャッシュフローが安定的なオフィス、商業施設、住宅等が低くなっている。また、その物件の築年数、老朽度、などもキャップレートの水準に影響する。不動産価格、NOI、キャップレートには、「不動産価格―NOI÷キャップレート」の関係が成立する。よって、NOIが大きいほど、また、キャップレートが低いほど、不動産の価格は高くなる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

沿革

1995 年 4 月に米国不動産会社ケネディ・ウィルソン・インクの子会社ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社として発足、主に米国における不動産オークションの仕組みを日本の企業及び金融機関に紹介する機能を担い、事業をスタートした。

2003 年上場し独立。2005 年にはケネディクス不動産投資法人が、2012 年にはケネディクス・レジデンシャル投資法人が J-REIT 市場に上場している。

2013 年 2 月に発表した 3 ヶ年の中期経営計画の一つであるグループ再編の準備が同年 8 月に完了、また、不動産投資市場の回復基調が鮮明になったことから、同計画を一部見直し、受託資産 1.4 兆円の早期達成、共同投資予定額の増額、配当再開を目指す。

1995 年 4 月	ケネディ・ウィルソン・インクの日本における不動産事業の拠点としてケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社を設立
2000 年 2 月	パシフィック債権回収株式会社（連結子会社）が、法務大臣から債権管理回収業の許可を取得し、債権投資及び回収を開始
2001 年 7 月	大手生命保険会社との不動産投資ファンドを組成。初の国内顧客投資家からのアセットマネジメント業務を受託
2002 年 2 月	大阪証券取引所ナスダックジャパン市場に株式を上場
2002 年 8 月	千葉県浦安市の大型物流倉庫の建設及び大手商社との共同投資による賃貸マンションの開発に着手し、開発案件への取組を開始
2003 年 8 月	三井物産株式会社と業務提携契約を締結し、同社に対する第三者割当増資を実施
2003 年 12 月	東京証券取引所市場第二部に株式を上場
2004 年 12 月	東京証券取引所市場第一部銘柄に指定
2005 年 5 月	ケネディクス株式会社に商号変更
2005 年 5 月	三井物産株式会社と中央三井信託銀行株式会社との共同事業として、国内初の物流施設特化型 J-REIT である日本ロジスティクスファンド投資法人が東京証券取引所に上場
2005 年 7 月	ケネディクス不動産投資法人が東京証券取引所に上場
2010 年 7 月	伊藤忠商事株式会社と業務提携契約を締結し、同社に対する第三者割当増資を実施
2012 年 4 月	ケネディクス・レジデンシャル投資法人が東京証券取引所に上場
2013 年 10 月	グループの組織再編を実施。3 社（ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社、ケネディクス・アドバイザーズ株式会社、ケネディクス・オフィス・パートナーズ株式会社）を合併し、存続会社であるケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社をケネディクス不動産投資顧問株式会社へ商号変更

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 10 月	株式会社スペースデザインの子会社化
2014 年 2 月	ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社（子会社）の設立
2014 年 4 月	ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社を設立
2015 年 2 月	ケネディクス商業リート投資法人が東証上場

ニュース&トピックス

2015 年 6 月

2015 年 6 月 25 日、同社は、ヘルスケア施設特化型 J-REIT の上場承認に関して発表した。

2015 年 5 月 12 日に公表のヘルスケア施設特化型 J-REIT の設立に関連し、同社が 60%出資を行っているジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社が運用を行う、ヘルスケア関連施設を主たる投資対象とした投資法人であるジャパン・シニアリビング投資法人が、2015 年 6 月 25 日付で東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場について承認を得たとのことである。

2015 年 5 月

2015 年 5 月 27 日、同社は、2015 年 12 月期における新規投資枠の引き上げに関して発表した。

同社は、2015 年 2 月 10 日付公表の中期経営計画において、2015 年 12 月期の新規投資を 350 億円と計画していたが、2015 年 5 月末時点で累計約 336 億円の投資枠が消化される見込みとなったため、既存投資案件からの回収状況とのバランスも踏まえ、累計上限額の改訂を行うこととした。なお、同社は、引き続き実行済み投資案件からの回収見込み額の範囲内で再投資を行うリサイクル投資を基本方針としている。なお、2015 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

	現行投資枠	改定後
全体	年間累計 350 億円	年間累計 450 億円
内訳		
不動産関連投資	320 億円	390 億円
REIT・事業関連・海外不動産関連投資	30 億円	60 億円

出所：会社データより SR 社作成

2015 年 5 月 25 日、同社は、シンガポール現地法人設立に関して発表した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、海外投資家の開拓や海外不動産投資等、海外展開の推進を目的として、2015 年 1 月にシンガポール駐在員事務所を開設したが、今般、アジア地域での事業展開を加速させ、グローバルビジネスの一層の拡大を図るべく、駐在員事務所を閉鎖し、現地法人を新たに設立することとした。

現地法人概要
名称：Kenedix Asia Pte. Ltd.
資本金：2 百万シンガポールドル（同社 100%出資子会社）
設立日：2015 年 5 月 25 日

2015 年 5 月 12 日、ケネディクス株式会社はヘルスケア施設特化型 J-REIT の設立について発表した。

同社が 60%出資を行っているジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社が、同日付でヘルスケア関連施設を主たる投資対象とした投資法人である「ジャパン・シニアリビング投資法人」を設立した。

2015 年 2 月
2015 年 2 月 27 日、同社は資金の借入れに関して発表した。

借入の概要

	ローンの種別	期間	借入額
A	コーポレートローン（無担保）	3 年	4,500 百万円
B	コーポレートローン（無担保）	4 年	5,500 百万円
C	コーポレートローン（無担保）	5 年	8,000 百万円
合計			18,000 百万円

*資金使途：既存コーポレートローン（109 億円）の返済資金及びアセットマネジメント事業の運転資金等
*借入先：合計 11 行

同社では、当該借入に加えて、2015 年 3 月中旬に期間 7 年、借入額 2,000 百万円のコーポレートローン借入（借入先：1 行）を行う予定である。なお、これらの取引後における同社コーポレートローン残高は、約 306 億円になる見込みである。

当該借入により、2015 年 12 月期連結決算において、営業外費用約 3 億円を計上する見込みであるが、2015 年 2 月 10 日付公表の 2015 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 2 月 10 日、同社は長期ビジョン及び中期経営計画策定に関して発表した。

同社は、10 年先を見据えた長期的な経営の方向性としての「Kenedix Vision 2025」及び、2015～2017 年度の中期経営計画「Partners in Growth 2017」を策定した。

Kenedix Vision 2025 では、10 年後のイメージとして、受託資産残高（AUM）4 兆円、グループ時価総額 2 兆円（同社がメインスポンサーとなる REIT の時価総額を含む。）、ROE15%を掲げている。

Partners in Growth 2017（新中期経営計画）では、基本方針として、アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長、共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求を掲げ、2017 年 12 月期ベース利益 40 億円、3 年平均 ROE：8.0%を定量計画（連結）としている。

> *ベース利益は、アセットマネジメント事業及び不動産関連事業の営業総利益の合計から販売費及び一般管理費を控除したもの。
> *3 年平均 ROE は、当期純利益を自己資本（期初・期末平均）で除した各年度 ROE の平均

2015 年 1 月
2015 年 1 月 5 日、同社は、シンガポール駐在員事務所開設に関して発表した。

同社は、中期経営計画における重点施策のひとつとして海外不動産投資のための体制構築を掲げており、シンガポール駐在員事務所をアジアの活動拠点と位置付け、ASEAN 地域での事業展開を推進することで、グローバルビジネスの一層の拡大が図れると考えている。なお、シンガポール駐在員事務所開設によって、2014 年 12 月期連結決算における影響はない。また、2015 年 12 月期連結決算における影響も軽微であるとしている。

駐在員事務所概要
- 名称：Kenedix, Inc. Singapore Representative Office
- 所在：34 Floor, 77 Robinson Road, Singapore 068896
- 業務内容：市場動向、事業者動向等に関する調査、情報収集及び事業機会の発掘等
- 開設時期：2015年1月

2014 年 12 月
2014 年 12 月 17 日、同社は、固定資産の譲渡と特別損益の発生に関して発表した。

同社子会社の保有資産（商業施設 4 物件）について、2014 年 12 月 17 日付でケネディクス

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

商業リート投資法人への譲渡を決定したという。

当該譲渡に伴い、2014 年 12 月期に特別損失約 600 百万円を減損損失として計上、2015 年 12 月期に特別利益約 2,300 百万円を計上する見込みである。なお、2014 年 12 月期通期業績予想に変更はない。

ケネディクス商業リート投資法人は、不動産等を今後速やかに取得する予定であり、当該取得により同社の 100%連結子会社であるケネディクス不動産投資顧問株式会社を通じ、アクイジションフィーが発生し、同社の 2015 年 12 月期以降において営業収益約 800 百万円を計上する見込みである。

同日、同社は、固定資産の譲渡と特別損失の計上に関して発表した。

同社連結子会社の保有資産（オフィス 1 物件）について、2014 年 12 月 17 日付で譲渡を決定したという。当該譲渡に伴い、2014 年 12 月期に特別損失約 700 百万円を計上する見込みであるが、2014 年 12 月期通期業績予想には織り込み済みである。

2014 年 11 月
2014 年 11 月 6 日、同社は、ASEAN 地域における新規事業について発表した。

同社及び同社子会社である株式会社スペースデザイン（以下、SD）は、ASEAN 地域を中心とする海外への事業展開を目的とし、ASEAN 地域での長期滞在型ホテル及びレジデンスの運営会社を設立する。なお、当該運営会社に対し、同社と SD は、合計 3 億円程度の出資を行う予定である。

運営会社概要

名称	Aisa Hotel & Residence Pte. Ltd.
ブランド名	Aisa Hotel & Residence
対象物件	日本企業の出張者や長期滞在者などのニーズに最適化した長期滞在ホテル及びレジデンス
対象地域	インドネシア・ベトナム・マレーシア・タイ・フィリピン及びその他 ASEAN 地域

同日、同社は、資産の譲渡に関して発表した。

同社子会社の保有資産（5 件）について、2014 年 11 月 6 日付でケネディクス・オフィス投

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

資法人への譲渡を決定したという。

当該譲渡に伴い、2014 年 12 月期に特別損失 2,120 百万円、繰延税金負債の取崩しによる法人税等調整額の戻入益が約 700 百万円発生する見込みである。また、2015 年 12 月期に営業利益 688 百万円を計上する見込みである。

2014 年 10 月

2014 年 10 月 3 日、同社は、同社の子会社による商業施設特化型 J-REIT の設立及び REIT 事業に係る基本協定書締結について発表した。

同社の 100%子会社であるケネディクス不動産投資顧問株式会社（以下、「ケネディクス不動産投資顧問」とする）が、2014 年 10 月 3 日付で商業施設を主たる投資対象とした投資法人「ケネディクス商業リート投資法人」（出資金 150 百万円）を設立した。

当該投資法人の資産運用についてはケネディクス不動産投資顧問が受託するが、当該投資法人に対するサポート体制を構築すべく、同社、三井住友ファイナンス＆リース株式会社、日本商業開発株式会社、及び株式会社ピーアンドディコンサルティングの４社は、本日付で REIT 事業に係る基本協定書を締結した。

2014 年８月

2014 年８月７日、同社は 2014 年 12 月期業績予想の修正を発表した。

2014 年 12 月期通期会社予想

- 売上高：25,000百万円（前回予想21,000百万円）
- 営業利益：7,400百万円（同5,200百万円）
- 経常利益：5,500百万円（同4,100百万円）
- 当期純利益：4,000百万円（同3,000百万円）

修正の理由

- 営業収益：資産取得にともなう連結資産の拡大及び保有不動産の当初想定価格以上の売却による。
- 営業利益：不動産投資事業において、不動産市場の回復による当初想定以上の売却益を確保できる見込みである他、不動産賃貸事業において、資産取得にともない、連結資産が拡大していることから、当初計画を上回る営業利益を見込む。
- 経常利益：不動産賃貸事業での連結資産取得に伴い、営業外費用における金利等調達コストも当初計画から10億円増加するものの、営業利益の増額修正により、当初計画を上回る経常利益を見込む。
- 特別損益：不動産市況の回復を受け、保有資産の売却も積極的に行う事とし、特別利益

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

を当初計画30億円から40億円への増益を見込むとともに、特別損失を当初計画28億円から46億円への減益と見込んでいる。

2014年7月

2014年7月8日、同社は、ケネディクス REIT-able Fund 組成と匿名組合出資に関して発表した。

同社グループでは、下記の通り、同社グループの上場 J-REIT が投資可能な不動産等を主な投資対象としたケネディクス REIT-able Fund（以下、「当該ファンド」とする）を組成し、複数の顧客投資家との間で出資協定書を締結することとした。

また、同社は、当該ファンドの第一号案件として組成される合同会社クリークインベストメント・スリー（以下、「当該 SPC」とする）が東京都内に所在する賃貸住宅 3 物件を取得することに関し、当該 SPC に対して匿名組合出資を行うことを決議した。

ファンドの概要

- 総資産規模：最大350億円程度（予定）
- 投資家：同社及び複数の国内投資家（以下、「当該ファンドの投資家」とする）
- 運用期間：3 年程度
- 投資形態：合同会社への匿名組合出資
- 投資対象：ケネディクス・オフィス投資法人、ケネディクス・レジデンシャル投資法人及び日本ロジスティクスファンド投資法人（以下「KDXスポンサーREIT」とする）の投資基準を満たす不動産等

ファンド組成の目的について

(1)同社グループ受託資産残高（AUM）の成長

同社は、当該ファンドのアセットマネジメントを受託することにより、同社 AUM を成長させることができるとともに、当該ファンドを通じ、安定的な外部成長機会を各 KDX スポンサーREIT に対して提供できると考えている。なお、当該ファンドは原則として、投資対象資産の取得と同時に、KDX スポンサーREIT から共同出資を受け、共同出資を行った KDX スポンサーREIT に対して資産売却時における優先交渉権を付与する。

(2) 顧客投資家層の拡大

同社は、当該ファンドへの取組を通じて、KDX スポンサーREIT の投資基準を満たす収益不動産等への共同投資機会を創出し、ミドルリスク・ミドルリターンの投資商品を継続的に提供していくことで、同社顧客投資家層の拡大に資するものと考えている。なお、当該ファンドにおいては、当該ファンドの投資家からの同意を得られた場合、当該ファンドの投資家以外の新たな投資家から匿名組合出資を募ることが認められている。

(3) 自己勘定投資の活用

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、原則として、当該ファンドの匿名組合員として共同出資することを予定しており、当該ファンドを通じて、共同投資を中心とした自己勘定投資資金の活用の促進、並びに、自己勘定投資資金の分散投資を一層図れるものと考えている。

匿名組合出資についての概要
当該ファンドの第一号案件として、同社とケネディクス・レジデンシャル投資法人及び当該ファンドの投資家の一部からの共同出資により、賃貸住宅 3 物件（諸コスト等を含む総額約 5,885 百万円）を当該 SPC が取得する。

匿名組合出資額及び出資比率
- ケネディクス株式会社：265百万円（約18.7%）
- ケネディクス・レジデンシャル投資法人：150百万円（約10.6%）
- 当該ファンドの投資家の一部（複数）：計1,000百万円（約70.7%）

日程
- 当該SPCへの出資実行日：2014年7月9日（予定）
- 当該SPCでの取得実行日：2014年7月10日（予定）

2014 年 6 月
2014 年 6 月 19 日、同社は棚卸資産の譲渡について発表した。

同社は連結子会社であるシャテルドン・インベスターズ・ワン有限会社が保有するガソリンスタンドを譲渡することを決定した。

譲渡資産の概要
資産内容　　：ガソリンスタンド 19 件（全国各地）
当初取得価格：3,587 百万円（帳簿価格：約 3,386 百万円）
譲渡価格　　：4,060 百万円
譲渡損益　　：672 百万円
現況　　：ガソリンスタンド
譲渡実行日　：2014 年 6 月 25 日（予定）

譲渡の理由として、中期経営計画における重点施策の一つである、保有不動産売却による資産の組み換えを目的として行うものとしている。

当該ガソリンスタンド売却により、2014 年 12 月期決算において、営業利益約 6 億円を計上する見込みであるが、2014 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2014 年 4 月

2014 年 4 月 28 日、同社はヘルスケア REIT の創設に向けた REIT 資産運用会社の設立について発表した。

同社、株式会社長谷工コーポレーション、三菱 UFJ 信託銀行株式会社、株式会社 LIXIL グループ、株式会社損害保険ジャパン、株式会社新生銀行の計 6 社は、高齢者介護・医療などのヘルスケア施設の証券化による資金調達環境整備にむけて、ヘルスケア施設に特化して投資する REIT（以下、ヘルスケア REIT）の創設について合意し、ヘルスケア REIT の運用を目的とした資産運用会社として、ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社（以下、同運用会社）を 2014 年 4 月 18 日付で設立した。

同運用会社は、新生銀行が発起設立し、6 社の出資の総額は 4 億円、出資の比率は、ケネディクス 60%、長谷工 20%、三菱 UFJ 信託銀行、LIXIL グループ、損保ジャパン、新生銀行の 4 社はそれぞれ 5%ずつとなる予定。代表者には、藤村隆新生銀行ヘルスケアファイナンス部部長が就任した。

同運用会社では今後、投資法人を設立し、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、病院など、ヘルスケア REIT に組み入れる資産を取得、2014 年後半を目処にヘルスケア REIT を上場し、早期に 1,000 億円程度の資産規模とすることを目指すとしている。

同日、同社はシニアリビング・プレリートファンド組成について発表した。

同社では、介護付・住宅型有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅等を主な投資対象としたプレリート及び開発ファンド（以下、ファンド）を組成することとした。

ファンドの概要

総資産規模 ：	累計 1,000 億円程度
投資家 ：	同社及び国内外機関投資家
運用期間 ：	5 年程度
投資スキーム：	稼働中物件、開発案件への投資及び M&A（株式取得等）
投資対象：	介護付有料老人ホーム（特定施設）、住宅型有料老人ホーム サービス付高齢者向け住宅、病院・クリニックモール等

2014 年 3 月

2014 年 3 月 18 日、同社はケネディクス・プライベート投資法人の運用開始及び投資口取得に関して発表した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社初の私募 REIT であるケネディクス・プライベート投資法人（KPI）について、2014 年 3 月 28 日付で運用を開始することとなった。そのサポートのため、同社は KPI が発行する投資口について、取得額総額 55 億円程度（持分割合 35%程度）の投資口取得を行うこととした。

当該投資口取得により、持分法適用関連会社となるため、同社は 2014 年 12 月期連結決算において、営業外収益約 2 億円を計上する見込みである。

2014 年 2 月
2014 年 2 月 14 日、同社はプロパティ・マネジメント子会社の設立及び事業譲受に関し発表した。

同社は、プロパティ・マネジメント業務等を目的として設立されたケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社（以下「KPM」）が株式会社インフ・ビルマネジメント及びその関連会社（以下「譲渡会社等」）より、ビル管理業務等の事業について事業譲受を行うことを決定した。

- 譲受事業の概要 ：譲渡会社等が行っている、プロパティ・マネジメント（PM）業務及び建物管理（BM）業務等
- 譲受事業の経営成績概要：営業収益6億円
- 譲受日：2014年2月28日

2014 年 2 月 4 日、同社は 2013 年 12 月期業績予想の修正を発表した。

2013 年 11 月 18 日付でケネディクス・オフィス投資法人に売却した DNI 三田ビルの取引について、前回予想では営業収益及び原価に総額計上していたが、取引の実態に応じて営業収益に純額計上をしたことから、営業収益が減少した。また、物件売却価格が想定より上回ったことによる特別損失の減少、少数株主損益の減少等により、当期純利益が増加する見通しとなった。

営業収益：22,400 百万円（前回予想 25,400 百万円）
営業利益：6,900 百万円（同 7,000 百万円）
経常利益：4,870 百万円（同 4,900 百万円）
当期純利益：1,980 百万円（同 1,500 百万円）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 10 月
2013 年 10 月 24 日、同社は、棚卸資産及び固定資産の譲渡、並びに 2013 年 12 月期通期業績予想の上方修正を発表した。

同社は、中期経営計画における重点施策の一つである、保有不動産売却による資産の組み換えを目的として、連結子会社が保有するガソリンスタンド（38 件）、及びオフィスビル（DNI 三田ビルディング、池袋 261 ビル）の譲渡を決定した。

当該売却による 2013 年 12 月期通期業績に与える影響は以下の通り。
・ガソリンスタンド：営業収益 約 5,800 百万円、営業利益 約 700 百万円
・DNI 三田ビルディング：営業収益 約 3,100 百万円
・池袋 261 ビル：特別損失 約 1,400 百万円

これらの取引及び想定を上回る業績の動向等を踏まえ、連結会社予想を以下の通り修正した。
営業収益：25,400 百万円（前回予想 18,200 百万円）
営業利益：7,000 百万円（同 5,800 百万円）
経常利益：4,900 百万円（同 3,700 百万円）
当期純利益：1,500 百万円（同 1,500 百万円）

2013 年 10 月 15 日、同社は株式会社スペースデザインの株式の取得（子会社化）に関して発表した。

同社によれば、株式会社スペースデザインは、サービスアパートメント及びサービスオフィスの運営が主な事業であり、賃貸住宅及び賃貸オフィスについて、より高付加価値のサービスをテナントに提供することが可能となる。

異動する子会社の概要
- 名称：株式会社スペースデザイン
- 事業内容：不動産の売買、賃貸、仲介、あっせん、オフィスビル・賃貸用マンションなどの不動産に関する運営業務の受託等

株式会社スペースデザインの 2013 年 7 月期実績
- 売上高:4,022百万円
- 営業利益:183百万円
- 当期純利益:-241百万円
- 総資産:12,943百万円
- 純資産:5,540百万円

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

取得に係る事項

- 取得価額（株式取得費用）：2,335百万円
- 取得価額（取得関連費用）：183百万円
- 移動後の議決権所有割合：99.0%
- 株式譲渡実行日：2013年10月16日（予定）

当該株式取得により、2013 年 12 月期決算において、営業収益約 10 億円を計上する見込みであるが、2013 年 12 月期通期会社予想に変更はない。

大株主

大株主上位10名	所有株式数の割合
ステート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー	4.39%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	3.82%
日本証券金融株式会社	2.81%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2.77%
株式会社SBI証券	2.74%
三菱UFJモルガンスタンレー証券株式会社	1.95%
楽天証券株式会社	1.82%
松井証券株式会社	1.63%
クレディ・スイス・セキュリティーズ（ヨーロッパ）リミテッド ピーピー オムニバス クライアント アカウント	1.32%
大和証券株式会社	1.24%

出所：会社データよりSR社作成

（2014 年 12 月末現在）

株主還元

同社は、連結業績に応じた配当を継続的に行うことを基本方針としている。配当政策は、業績動向、将来の成長のための内部留保の充実及び配当性向等を総合的に勘案して配当額を決定する。

2007 年 12 月期から 2013 年 12 月まで、業績不振などを理由に無配を継続した。2014 年 12 月期に 7 期ぶりに配当を再開、2015 年 12 月期は 4.0 円の配当予想としている。

トップ経営者

代表取締役社長 宮島大祐氏は、同社入社後アクイジション業務に従事し、その後、ケネディクス不動産投資顧問株式会社にて代表取締役社長を 7 年間務め、有数の独立系 J-REIT 銘柄に

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

育て上げる。三菱 UFJ 信託銀行では、資本市場部を経て、1992 年よりロスアンゼルス支店に赴任し不動産融資事業に携わる等国際経験も豊富。不動産証券化や不動産融資事業を通じて、不動産投資分野において 20 年以上のキャリアを有する。

1985 年	慶應義塾大学法学部卒
1985 年	三菱 UFJ 信託銀行株式会社（旧三菱信託銀行株式会社）
1992 年	同社　ロスアンゼルス支店
1998 年	ケネディクス株式会社（旧ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社）
2004 年	ケネディクス不動産投資顧問株式会社（旧ケイダブリュー・リート・マネジメント株式会社）代表取締役社長
2005 年	ケネディクス・オフィス投資法人（旧ケネディクス不動産投資法人）　執行役員
2012 年	ケネディクス株式会社　取締役
2013 年	同社 代表取締役社長

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	本社所在地
ケネディクス株式会社	103-0026 東京都中央区日本橋兜町 6-5ＫＤＸ日本橋兜町ビル
代表電話番号	**上場市場**
03-5623-8400	東証 1 部
設立年月日	**上場年月日**
1995 年 4 月 17 日	2002 年 2 月 19 日
HP	**決算月**
http://www.kenedix.com/	12 月
IR コンタクト	**IR ページ**
	http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html
IR メール	**IR 電話**

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

株式会社アイスタイル
あい ホールディングス株式会社
株式会社アクセル
アクリーティブ株式会社
アズビル株式会社
アズワン株式会社
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アバンティショップホールディングス
アンジェスMG株式会社
アンリツ株式会社
アートスパークホールディングス株式会社
株式会社イエローハット
イオンディライト株式会社
株式会社伊藤園
伊藤忠エネクス株式会社
株式会社インテリジェント ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社イード
株式会社Aiming
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
亀田製菓株式会社
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
グランディハウス株式会社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
株式会社ココカラファイン
コムシスホールディングス株式会社
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
株式会社ザッパラス
シップヘルスケアホールディングス株式会社
シンバイオ製薬株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
Jトラスト株式会社
株式会社じげん
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
GCAサヴィアン株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー·ディー·マトリックス
ソースネクスト株式会社
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社ダイセキ
株式会社チヨダ
株式会社ティア
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドンキホーテホールディングス
内外トランスライン株式会社
長瀬産業株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日清紡ホールディングス株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
伯東株式会社
株式会社ハーツユナイテッドグループ
株式会社ハピネット
ビジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
株式会社VOYAGE GROUP
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社マネースクウェアHD
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
株式会社ラック
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

 Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved